

# VU Research Portal

## Een kwestie van vertrouwen

Loonen, A.J.C.C.M.

2006

### **document version**

Publisher's PDF, also known as Version of record

[Link to publication in VU Research Portal](#)

### **citation for published version (APA)**

Loonen, A. J. C. C. M. (2006). *Een kwestie van vertrouwen: Het effect van de zorgplicht op de Nederlandse beleggingsadvisering*. [, University of Amsterdam]. Uitgeverij Kerkebosch.

### **General rights**

Copyright and moral rights for the publications made accessible in the public portal are retained by the authors and/or other copyright owners and it is a condition of accessing publications that users recognise and abide by the legal requirements associated with these rights.

- Users may download and print one copy of any publication from the public portal for the purpose of private study or research.
- You may not further distribute the material or use it for any profit-making activity or commercial gain
- You may freely distribute the URL identifying the publication in the public portal ?

### **Take down policy**

If you believe that this document breaches copyright please contact us providing details, and we will remove access to the work immediately and investigate your claim.

### **E-mail address:**

[vuresearchportal.ub@vu.nl](mailto:vuresearchportal.ub@vu.nl)

File ID	23606
Filename	loonen.pdf

---

SOURCE, OR PART OF THE FOLLOWING SOURCE:

Type	Dissertation
Title	Een kwestie van vertrouwen: het effect van de zorgplicht op de Nederlandse beleggingsadvisering: een empirisch analytisch onderzoek naar de stand van zaken
Author	A.J.C.C.M. Loonen
Faculty	Faculty of Economics and Business
Year	2006
Pages	466

FULL BIBLIOGRAPHIC DETAILS:

<http://dare.uva.nl/record/191864>

---

*Copyrights*

*It is not permitted to download or to forward/distribute the text or part of it without the consent of the copyright holder (usually the author), other then for strictly personal, individual use.*

---

## Een kwestie van vertrouwen

Promotiecommissie:

prof. mr. W.H. van Boom	Erasmus Universiteit Rotterdam
prof. mr. R.G.C. van den Brink	Universiteit van Amsterdam
prof. mr. R.E. van Esch	Universiteit Leiden
dr. J. Koelewijn	Hogeschool Inholland
prof. mr. M.R. Mok	Universiteit van Amsterdam

prof. drs. J.W. Ganzevoort (promotor)	Universiteit van Amsterdam
prof. mr. C.E. du Perron (promotor)	Universiteit van Amsterdam

Foto omslag: Mel Curtis, Abdij van Mont Saint Michel (het scriptorium)

Omslagontwerp: Carina Loonen-Jenkins

Lay-out: Frits Reijnt

Realisatie: Kerckebosch bv, Zeist

De Compliance Reeks nr. 2

ISBN 90-6720-404-8

© 2006 A.J.C.C.M. Loonen, Amsterdam

Alle rechten voorbehouden. Niets uit deze uitgave mag worden verveelvoudigd, opgeslagen in een geautomatiseerd gegevensbestand, of openbaar gemaakt, in enige vorm of op enige wijze, hetzij elektronisch, mechanisch, door fotokopieën, opname of enige andere manier, zonder voorafgaande schriftelijke toestemming van de uitgever.

Voor zover het maken van kopieën uit deze uitgave is toegestaan op grond van artikel 16b Auteurswet 1912 juncto het Besluit van 20 juni 1974, Stb. 351, zoals gewijzigd bij Besluit van 23 augustus 1985, Stb. 471 en artikel 17 Auteurswet 1912, dient men de daarvoor wettelijk verschuldigde vergoedingen te voldoen aan de Publicatie- en Reproductierechten Organisatie (Postbus 3060, 2130 KB Hoofddorp). Voor het overnemen van (een) gedeelte(n) uit deze uitgave in bloemlezingen, readers en andere compilatiewerken (artikel 16 Auteurswet 1912) dient men zich tot de uitgever te wenden.

## Een kwestie van vertrouwen

*Het effect van de zorgplicht op de Nederlandse beleggingsadvisering  
Een empirisch-analytisch onderzoek naar de stand van zaken*

### ACADEMISCH PROEFSCHRIFT

ter verkrijging van de graad van doctor  
aan de Universiteit van Amsterdam

op gezag van Rector Magnificus  
prof. mr. P.F. van der Heijden

ten overstaan van een door het college voor promoties  
ingestelde commissie, in het openbaar te verdedigen  
in de Aula der Universiteit  
op woensdag 21 juni 2006, te 12.00 uur  
door

Antonius Johannes Cornelis Catharina Maria Loonen  
geboren te Dongen

Promotoren:

prof. drs. J.W. Ganzevoort

prof. mr. C.E. du Perron

Faculteit der Economische Wetenschappen en Econometrie

*‘Alleen als je cliënten je vertrouwen, kun je onbetrouwbaar zijn.’*

(Een beleggingsadviseur tijdens een cursus, 2003)

## INHOUDSOPGAVE

### Voorwoord

<b>I</b>	<b>Inleidend hoofdstuk en methodologie</b>	<b>15</b>
1	Inleiding	16
1.1	Aanleiding tot het onderzoek	16
1.1.1	Een kennismaking met beleggingsadvisering	16
1.1.2	Zorgplichtaffaires in de media	24
1.2	Relevante begrippen	26
1.2.1	Beleggingsadvies	26
1.2.2	Discretionair vermogensbeheer	27
1.2.3	<i>Execution-only</i>	28
1.2.4	Beleggingsadviseur	28
1.2.5	Particuliere belegger	29
1.3	Centrale vraagstelling van het onderzoek	30
1.4	Gehanteerde methodologie	33
1.4.1	Documentenonderzoek behandelde klachten door de Klachtencommissie DSI	35
1.4.2	Telefonische enquête onder particuliere beleggers	41
1.4.3	Interviews en enquêtes binnen de Nederlandse financiële instellingen	42
1.4.3.1	(Semi-)gestructureerde interviews met directieleden	44
1.4.3.2	Schriftelijke enquête onder beleggingsadviseurs	48
1.4.4	Gevolgde procedures	49
1.4.5	Kritische beschouwingen	50
<b>II</b>	<b>Het beleggingsadvies, de beleggingsadviseur en de financiële instelling</b>	<b>55</b>
2	Het beleggingsadvies en de zorgplicht: een kort historisch overzicht	56
2.1	Inleiding	56
2.2	Het beleggingsadvies en de zorgplicht	56
2.2.1	Inleiding tot de ontwikkeling van de effectenbranche	56
2.2.2	De ontwikkeling van de beleggingsadvisering	61
2.2.3	De zorgplicht in de effectenbranche in een historisch kader	65
2.2.3.1	Goed huisvaderschap	66
2.2.3.2	Het uitvoeren van beursorders	66



2.2.3.3	Het emissiebedrijf	67
2.2.3.4	Waarschuwen en de waarschuwingsplicht	69
2.2.3.5	Handelen met voorkennis	72
2.2.3.6	Beleggen met geleend geld	73
2.2.3.7	Het 'Ken Uw Cliënt'-beginsel	74
2.3	Conclusies	74
3	Het hedendaagse (beleggings)advies	75
3.1	Inleiding	75
3.2	De kenmerken van het hedendaagse advies	75
3.3	Het (beleggings)adviestraject	82
3.3.1	Het adviesproces vanuit de consument bezien	82
3.3.2	Het adviesproces vanuit de financiële instelling bezien	85
3.3.3	Vertrouwen binnen een asymmetrische verhouding	86
3.3.4	Het belang van integriteit in een asymmetrische relatie	95
3.3.5	De informatie- en adviesplicht	99
3.4	De toegevoegde waarde van beleggingsdeskundigen	104
3.4.1	De waarde van aandelenanalyses en koersvoorspellingen	105
3.4.2	De toegevoegde waarde van het beleggingsgedrag van de beleggingsdeskundige als agent	107
3.4.3	De toegevoegde waarde van de beleggingsadviseur volgens de particuliere beleggers	109
3.5	Conclusies	111
4	De financiële instelling en het belang van beleggingsadvisering	114
4.1	Inleiding	114
4.2	De diverse belangen van de financiële instelling	114
4.3	Nastreven van bedrijfseconomische doelstellingen	118
4.4	De rentabiliteit van beleggingsadvisering en de rol van reorganiseren	119
4.4.1	De nadruk leggen op beleggingsadviescliënten met een groter belegbaar vermogen	121
4.4.2	Een hogere activiteitsgraad bereiken onder beleggingsadviescliënten	122
4.4.3	Het reduceren van het aantal medewerkers	122
4.4.4	Het invoeren van een vaste adviesvergoeding	123
4.4.5	Het verkopen van of stoppen met beleggingsadvisering	124
4.4.6	De nadruk leggen op een bredere dienstverlening	124
4.5	Conclusies	124

5	De beleggingsadviseur nader beschouwd	126
5.1	Beschouwingen over de beleggingsadviseur	126
5.1.1	De beleggingsadviseur binnen het <i>principal-agent</i> -vraagstuk	126
5.1.2	De <i>street-level bureaucrat</i> in vergelijking tot de beleggingsadviseur	130
5.1.3	De tegenstelling in het handelen van de beleggingsadviseur	137
5.2	Toetsing van de beleggingsadviseur aan het Vier Rollenmodel	140
5.2.1	Introductie tot de vier rollen	140
5.2.2	Empirische toetsing aan het Vier Rollenmodel	142
5.2.2.1	Het Vier Rollenmodel volgens de particuliere beleggers	142
5.2.2.2	Het Vier Rollenmodel volgens de beleggingsadviseurs	144
5.2.2.3	Het Vier Rollenmodel volgens de directieleden	144
5.3	Omgaan met diverse belangen: de praktijk	146
5.3.1	De waarden van de beleggingsadviseur volgens de beleggingsadviseurs	147
5.3.2	De waarden van de beleggingsadviseur volgens de directieleden	151
5.3.3	De strijdigheid van belangen in de praktijk volgens de particuliere beleggers	152
5.3.4	De strijdigheid van belangen in de praktijk volgens de beleggingsadviseurs	153
5.3.5	Klokkenluiden binnen de beleggingsadvisering	157
5.4	Conclusies	159
<b>III</b>	<b>De zorgplichtregels in theorie en praktijk</b>	<b>163</b>
6	Zorgplicht in theorie	164
6.1	Introductie tot het begrip 'zorgplicht'	164
6.2	De zorgplicht in de financiële sector	169
6.3	Reikwijdte van de zorgplicht van de beleggingsadviseur	173
6.4	De eigen verantwoordelijkheid van de particuliere belegger	176
6.5	Concrete zorgplichtregels	180
6.5.1	Het opstellen van het cliënten- en/of risicoprofiel	180
6.5.2	Het voldoen aan de marginverplichting	181
6.5.3	De (schriftelijke) waarschuwingsplicht	182
6.5.4	Het verbod op het <i>intraday</i> handelen	183
6.5.5	Het verplicht tekenen van de optie- en futureovereenkomst	183
6.5.6	Het defensief beleggen van het pensioenvermogen	184
6.5.7	Het majoreren bij emissies	185

7	Resultaten documentenonderzoek behandelde klachten	
	Klachtencommissie DSI	186
7.1	Inleiding tot alternatieve geschillenbeslechting	186
7.2	Onderzoeksresultaten	187
7.2.1	De kwaliteit van de klachten	187
7.2.1.1	Non-specificatie van klachten	187
7.2.1.2	Complexiteit van de behandelde klachten	188
7.2.1.3	Problemen met drie kleine financiële instellingen	189
7.2.2	Het klachtenpatroon bij de Klachtencommissie DSI	190
7.2.3	Aard van de klachten per dienstverlening	193
7.2.3.1	Klachten over beleggingsadvisering	193
7.2.3.2	Klachten over vermogensbeheer	195
7.2.3.3	Klachten over <i>execution-only</i>	198
7.2.4	Aard van de klachten per categorie financiële instellingen	201
7.2.4.1	Aard van de klachten bij de kleine financiële instellingen	201
7.2.4.2	Aard van de klachten bij de middelgrote financiële instellingen	202
7.2.4.3	Aard van de klachten bij de grote financiële instellingen	202
7.2.5	Klachten over de handel in derivaten	204
7.2.6	Klachten over hybride producten	205
7.2.7	Belegd vermogen als pensioenkapitaal	208
7.2.8	Asymmetrie als onderbouwing van de klacht	213
7.2.9	Klachten over onjuist gebruik van het cliënten- en/of risicoprofiel	214
7.2.10	Performance als onderdeel van de klacht	217
7.3	Conclusies	217
8	De regelgeving en jurisprudentie volgens de particuliere beleggers	221
8.1	De kennis van het begrip 'zorgplicht'	221
8.2	De functie van het cliënten- en/of risicoprofiel	223
8.3	Een visie op de (schriftelijke) waarschuwingsplicht en de vijfdagentermijn	227
8.4	Maatregelen ter overbrugging van de asymmetrie	228
8.5	Conclusies	231
9	De regelgeving en jurisprudentie volgens de beleggingsadviseurs	233
9.1	De regelgeving en de jurisprudentie	233
9.1.1	De kennis van de regelgeving en de jurisprudentie	233
9.1.2	Het omgaan met en de ontwikkeling van de zorgplichtregels	234
9.1.2.1	De zorgplicht binnen het werk- en intercollegiaal overleg	234

9.1.2.2	De begeleiding bij de implementatie van de regelgeving	235
9.1.2.3	Het cliënten- en/of risicoprofiel in de praktijk	237
9.1.2.3.1	De criteria om het cliënten- en/of risicoprofiel vast te stellen	240
9.1.2.3.2	De herijking van het cliënten- en/of risicoprofiel	241
9.1.3	Een visie op regelgeving en verplichtingen	242
9.1.3.1	Het verplicht gestelde cliënten- en/of risicoprofiel	243
9.1.3.2	De vijfdagentermijn bij marginverplichtingen	243
9.1.3.3	De (schriftelijke) waarschuwingsplicht	244
9.1.3.4	Het verbod op het <i>intraday</i> handelen	245
9.1.3.5	De verplichte optie- en futureovereenkomst	245
9.1.3.6	De verplichting om het pensioenvermogen defensief te beleggen	245
9.1.3.7	Het verbod op het majoreren bij emissies	245
9.2	Conclusies	246
10	De regelgeving en jurisprudentie volgens de directieleden	248
10.1	De regelgeving en de jurisprudentie	248
10.1.1	De kennis van de regelgeving van de zorgplicht	248
10.1.2	Een visie op de regelgeving en verplichtingen	249
10.1.2.1	Het verplicht gestelde cliënten- en/of risicoprofiel	250
10.1.2.2	De vijfdagentermijn bij marginverplichtingen	250
10.1.2.3	De (schriftelijke) waarschuwingsplicht	250
10.1.2.4	Het verbod op het <i>intraday</i> handelen	251
10.1.2.5	De verplichte optie- en futureovereenkomst	251
10.1.2.6	De verplichting om het pensioenvermogen defensief te beleggen	251
10.1.2.7	Het verbod op het majoreren bij emissies	252
10.1.3	De visie op de jurisprudentie van de Klachtencommissie DSI	252
10.1.4	Omgaan met klachten en claims	254
10.1.4.1	De aard van de gemiddelde klacht volgens de directieleden	254
10.1.4.2	De schikkingsbereidheid bij ingediende klachten	254
10.1.4.3	De (potentiële) rol van de media bij het schikken van financiële claims	255
10.2	De zorgplicht in de praktijk	256
10.2.1	Inzet van kennis uit de jurisprudentie	256
10.2.2	Begeleiding van medewerkers op het gebied van de zorgplicht	257
10.2.3	Problemen met de zorgplicht uit de praktijk van de financiële sector	259
10.2.4	Kosten van de zorgplicht voor de financiële instellingen	259

10.3 De rol van de AFM en het DSI	261
10.3.1 De samenwerking tussen de AFM en de financiële instellingen	261
10.3.1.1 De kwaliteit van de antwoorden op gestelde vragen	261
10.3.1.2 De snelheid van antwoorden	262
10.3.1.3 De kennis van de medewerkers van de AFM	262
10.3.2 De rol van de AFM bij de zorgplicht van de financiële instellingen	263
10.3.3 De samenwerking tussen het DSI en de financiële instellingen	264
10.3.3.1 Het DSI als registrerende instelling	264
10.3.3.2 Het DSI als opleider	264
10.3.3.3 Het DSI als belangenbehartiger binnen de financiële sector	265
10.4 Conclusies	266
<b>IV Prestatie en professionalisme</b>	<b>269</b>
11 Het effect van het prestatiegericht belonen	270
11.1 De theorie van het effect van het prestatiegericht belonen	270
11.2 Het prestatiegericht belonen en beleggingsadvisering	272
11.2.1 De beloningsstructuur en de prestatie-indicatoren binnen de beleggingsadvisering	275
11.2.2 De invloed van het prestatiegericht belonen op het beleggingsadvies volgens de beleggingsadviseurs	279
11.2.3 De invloed van het prestatiegericht belonen op het beleggingsadvies volgens de directieleden	285
11.2.4 De particuliere belegger en het prestatiegericht belonen	288
11.3 Conclusies	291
12 Beleggingsadvisering en professionalisme	294
12.1 Wat is professionaliteit?	294
12.2 Criteria voor professionaliteit	295
12.3 Professionalisme binnen de effectendienstverlening	300
12.3.1 De gehanteerde toetsingscriteria voor professionalisme	303
12.3.2 Toetsing aan de criteria van Goldstein & Donaldson en de criteria van Hall	304
12.3.2.1 De (gespecialiseerde) training	304
12.3.2.2 Registratie, vereniging en specialisatie binnen de beroepsgroep	308
12.3.2.3 Het ontwikkelen en gebruiken van ethische codes	315
12.3.2.4 Het geloof in de dienstverlening	316
12.3.2.5 Het geloof in zelfregulering	317

12.3.2.6 Het gevoel van autonomie	318
12.4 Conclusies	327
<b>V De gevolgen van de zorgplicht op de beleggingsadvisering</b>	331
13 De gevolgen van de zorgplicht op de beleggingsadvisering: de particuliere beleggers	332
14 De gevolgen van de zorgplicht op de beleggingsadvisering: de beleggingsadviseurs en de directieleden	336
14.1 Het effect van de zorgplicht op de adviespraktijk	336
14.1.1 De toename van het claimedrag	336
14.1.2 De juridisering van de dienstverlening	339
14.1.3 De kwaliteit van de dienstverlening	344
14.1.4 (Veranderde) aansturing van de dienstverlening op basis van de zorgplicht	345
14.1.5 De werkdruk en de tijd voor cliëntencontact	349
14.1.6 De regels rondom de zorgplicht en de commerciële kansen	350
14.2 De toekomst van de beleggingsadviseur: de visie van directies en beleggingsadviseurs	354
<b>VI Concluderende beschouwingen en aanbevelingen</b>	359
15 Concluderende beschouwingen	360
16 Aanbevelingen	377
<b>Appendix</b>	383
Samenvatting	384
Summary	400
Geraadpleegde literatuur	415
Lijst van afkortingen	428
Bijlage 1: Vragen- en stellingenlijst particuliere beleggers	430
Bijlage 2: Geheimhoudingsverklaring ten behoeve van de beleggingsadviseurs	433
Bijlage 3: Vragen- en stellingenlijst beleggingsadviseurs	434
Bijlage 4: Geheimhoudingsverklaring ten behoeve van de directieleden	444

Bijlage 5: Vragen- en stellingenlijst directieleden	445
Bijlage 6: Antwoordkaarten directieleden	454
Bijlage 7: Respondentverklaring directieleden	456
Bijlage 8: Artikel 7 Algemeen Reglement: Gedragscode DSI	457
Bijlage 9: Nadere (demografische) informatie over de beleggingsadviseurs	460
Dankwoord	464
Curriculum vitae	466





# I Inleidend hoofdstuk en methodologie

# 1 Inleiding

## 1.1 Aanleiding tot het onderzoek

### 1.1.1 Een kennismaking met beleggingsadvisering

In de huidige westerse samenleving is er een ruime vrijheid voor de ontplooiing van het individu, waarbij hij in hoge mate in staat wordt gesteld zijn eigen leven zelfstandig richting te geven. Grondrechten garanderen ieder persoon, binnen ruime grenzen, de vrijheid om te gaan en staan waar deze wil en om vrij te spreken en te handelen. Deze handelingsvrijheid komt op diverse wijzen tot uiting en is niet alleen een zelf verworven vrijheid. Een verregaande liberalisering van de (Nederlandse) maatschappij, waarbij toezicht en regelgeving zich beperken tot een minimum, hebben eveneens de voorwaarden gecreëerd voor een ver doorgevoerde verzelfstandiging van de individuele vrijheid van handelen. Maatschappelijk wordt hier invulling aan gegeven doordat de overheid zich steeds verder terugtrekt in haar zorg, hetgeen zichtbaar is binnen het stelsel van sociale zekerheid, welzijnsbeleid en gezondheidszorg. De overheid heeft zichzelf bijvoorbeeld ontslagen van de volledige zorgverantwoordelijkheid rondom arbeidsongeschikten. Ook voor het financiële welzijn zoals een (aanvullend) pensioen, is het individu op zichzelf of op zijn werkgever aangewezen. Wie deelt tegenwoordig niet mee in een bedrijfspensioenfonds of betaalt geen premie aan een verzekeringsmaatschappij voor een lijfrentepolis of kapitaalverzekering? Het zijn alle financiële producten waarbij directe of indirecte beleggingen een cruciale rol spelen. Beleggen is zelfs een breed maatschappelijk geaccepteerde activiteit<sup>1</sup> in ons economisch handelen geworden en niet altijd een primair zelfstandige en bewuste activiteit.

---

<sup>1</sup> Volgens marktonderzoeksbureau Millward Brown telde Nederland in het voorjaar van 2005 1,4 miljoen beleggende huishoudens. Men spreekt van een 'beleggend huishouden' indien er wordt belegd in één of meer beleggingsvormen als obligaties, individuele (buitenlandse) aandelen, beleggingsfondsen, opties of futures, warrants of aandelenleaseconstructies.

Dit is niet altijd zo geweest. Tot zo'n twintig jaar geleden was het handelen op de financiële markten voor velen beperkt of zelfs niet mogelijk. Het was aan een selecte groep financiële instellingen voorbehouden om toegang te verlenen tot de primaire of secundaire financiële markten. Als oligopolisten waren zij in staat om de prijs voor het verkrijgen van toegang tot deze markten hoog te houden. Hun cliëntèle bestond uit welgestelde particulieren en instellingen. Door de komst van nieuwe aanbieders en distributiekkanalen, zoals telefonische beursorderlijnen en internetbrokers, werden deze oligopolisten in een korte tijd gedwongen de toegang tot de financiële markten te vereenvoudigen en de kosten te verlagen. Hiermee is de economische drempel definitief verdwenen en is beleggen voor een groot publiek mogelijk geworden.

Met het wegnemen van de drempel is de toegankelijkheid overigens nog niet altijd groot. Beleggen wordt nog vaak geassocieerd met snelheid, kennisintensiviteit en kapitaalcracht. Doorspekt met jargon, verborgen onder een waas van geheimzinnigheid lijkt de wereld van het snelle geld voor velen moeilijk te doorgronden. Gebrek aan kennis, actuele informatie, ervaring, tijd of interesse kan ten grondslag liggen aan de behoefte van de particuliere belegger om hulp te zoeken bij het selecteren van de juiste beleggingen. De beleggingsadviseur, veelal werkzaam bij een bank of commissionair, kan als deskundig geachte partij hiertoe worden benaderd. Om een volledig beeld te schetsen van de communicatie tussen de particuliere belegger en de beleggingsadviseur werkzaam bij een financiële instelling, wordt hieronder een natuurgetrouwe situatie<sup>2</sup> weergegeven.

Frans Jansen is ambtenaar en bankiert al jaren bij bank X. Hij heeft zijn woning verkocht en wil met de overwaarde gaan beleggen. Aangezien hij niet veel verstand heeft van beleggen, neemt hij contact op met de beleggingsafdeling van zijn bank. Zo wordt een afspraak gemaakt met een beleggingsadviseur. In een imposant gebouw wordt hij ontvangen door een relatief jonge medewerker, Richard van Mekel. Deze academicus presenteert zich als beleggingsadviseur. Tijdens het gesprek wordt de persoonlijke situatie van Jansen uitvoerig besproken. Wat verwacht Jansen van de relatie? Hoe is zijn persoonlijke situatie? Is hij gehuwd? Zo ja, hoe? Heeft hij kinderen en hoe oud zijn deze? Ook de financiële zaken worden besproken en vastgelegd, zoals het bezitten van een eigen woning en de opbouw van een pensioen.

<sup>2</sup> Gedeeltelijk gebaseerd op uitspraak KCD 2002-41.

## I Inleidend hoofdstuk en methodologie

Richard van Mekel is sinds twee jaar beleggingsadviseur. Na de universiteit is hij bij bank X in vaste dienst gekomen. Hij ziet een glanzende carrière voor zich. Zo kan hij binnen vier jaar kantoordirecteur worden bij zijn werkgever. Zijn inkomen is alleszins redelijk te noemen. Bovenop zijn vaste jaarinkomen kan hij zo'n 10% van zijn bruto jaarsalaris als bonus ontvangen. Dit is mede afhankelijk van het behaalde financiële resultaat op zijn cliëntenportefeuille. Van Mekel ontvangt Jansen op zijn kantoor. Hij zal als beleggingsadviseur de nieuwe cliënt moeten imponeren met zijn kennis. Ook zal hij moeten voldoen aan de nieuwe regels rondom de zorgplicht. Zo zal er een cliëntenprofiel moeten worden opgemaakt zodra hij voldoende weet van de persoonlijke (financiële) situatie van zijn cliënt, waarna een risicoprofiel kan worden vastgesteld. Tijdens het gesprek zal hij bovendien moeten aftasten of deze nieuwe relatie bij hem en de instelling past.

Terug naar het gesprek tussen Jansen en Van Mekel. Het lijkt te klikken tussen de twee. Er wordt een afspraak gemaakt voor een vervolggroep. In dit gesprek worden een cliëntenprofiel en een risicoprofiel opgemaakt. Hierin worden Jansens persoonlijke situatie en, op basis van zijn eisen en wensen, zijn risicobereidheid vastgelegd. Hoe reageert Jansen op risico? Raakt hij in paniek zodra de financiële markten dertig procent dalen? Of beziet hij beleggen op een langere termijn en laat een daling van de aandelenkoersen hem koud? Ook worden zaken als kennis van en ervaring met het beleggen vastgelegd. Hoe lang kan het beschikbare vermogen belegd worden? Jansen geeft aan dat dit vermogen maar voor één jaar beschikbaar is en dat het afkomstig is uit de overwaarde van zijn verkochte woning. Over een jaar zal zijn nieuwe woning opgeleverd worden en is het kapitaal weer benodigd. Het opgemaakte profiel indiceert dat Jansen een gematigd defensief belegger is. Hij wil zijn vermogen niet in beheer geven, maar kiest ervoor om op basis van beleggingsadvies te gaan beleggen. Alvorens er gemuteerd wordt in zijn portefeuille, zal Van Mekel contact met Jansen moeten opnemen en hem het voorstel tot muteren moeten voorleggen. Jansen zal dan zijn toestemming moeten geven. Dit advies kan zowel schriftelijk als mondeling uitgebracht worden. Er wordt een zogenaamd adviescontract opgemaakt waarin wederzijdse verplichtingen in grote lijnen vastgelegd zijn. Beide partijen ondertekenen dit contract en er kan begonnen worden met beleggen.

Hierboven is eenvoudig weergegeven hoe een adviesrelatie in een doorsnee situatie aangegaan wordt. Na één of meerdere gesprekken kan er met beleggen

gestart worden. Vol goede moed en met hoge verwachtingen beginnen beide partijen aan de samenwerking. Binnen het adviescontract is op basis van het cliëntenprofiel<sup>3</sup> het afgesproken risicoprofiel vastgelegd. Zodra er een mutatie doorgevoerd moet worden in de portefeuille, zal de beleggingsadviseur hiertoe telefonisch contact opnemen met zijn cliënt. Hij zal de voorgenomen transactie voorleggen aan de cliënt en alleen na diens instemming de beoogde transactie doorvoeren. Pas dan zal er provisie over de transactie betaald moeten worden. De transactie behoort te passen binnen het overeengekomen risicoprofiel van de cliënt. Het staat de cliënt uiteraard ook vrij zelf voorstellen tot muteren in te brengen. Uiteindelijk beslist de cliënt of hij<sup>4</sup> het advies van de beleggingsadviseur opvolgt of naast zich neerlegt. Terug naar de belegger Jansen en zijn beleggingsadviseur Van Mekel.

De relatie gaat voortvarend van start. Het startkapitaal van € 100.000 zal gematigd defensief belegd worden. 60% van het beschikbare vermogen wordt in obligaties en 40% in hoogwaardige aandelen belegd. Jansen heeft in het vorige gesprek aangegeven geen ervaring met beleggen te hebben en zal op de adviezen van Van Mekel af moeten gaan. Van Mekel neemt dit ter harte en neemt geregeld contact op. Hierbij legt hij – in zijn visie – een aantrekkelijke mutatie voor. Soms gebruikt hij moeilijke termen zoals ‘technische analyse’ en ‘fundamentele analyse’. Jansen begrijpt het niet helemaal, maar heeft vertrouwen in Van Mekel. De transacties worden vervolgens doorgevoerd. Op een gegeven moment voldoet de effectenportefeuille van Jansen aan het overeengekomen risicoprofiel.

Van Mekel heeft echter een maandelijks provisietafget te behalen. Door een teleurstellende beurs is dit niet eenvoudig. De werkgever van Van Mekel komt met een nieuw beleggingsfonds dat in obligaties belegt. Het wordt de medewerkers van de financiële instelling op het hart gedrukt dat de emissie van dit fonds een succes moet worden. De interne provisie op dit beleggingsfonds wordt ter stimulering van de verkoop verhoogd. Van Mekel beziet ook de portefeuille van Jansen en overweegt de individuele obligaties in diens portefeuille te verkopen en in te schrijven op de emissie van het beleggingsfonds. Enerzijds verdient de financiële instelling aan de verkoop

<sup>3</sup> Voor een beschrijving van de bestanddelen van een cliëntenprofiel zie artikel 28 lid 1 Nadere Regeling gedragstoezicht effectenverkeer 2002.

<sup>4</sup> Omwille van de leesbaarheid is gekozen voor ‘hij’. De onderzoeker realiseert zich dat er vele vrouwelijke beleggingsadviseurs en particuliere beleggers zijn.

van de obligaties in de portefeuille, anderzijds aan de inschrijving op het nieuwe beleggingsfonds. Met het argument dat de spreiding binnen het nieuwe beleggingsfonds beter is dan de individuele beleggingen benadert Van Mekel Jansen. Niet voldoende op de hoogte van de kenmerken, maar vol vertrouwen, stemt Jansen in met het gegeven advies.

Enkele maanden later komt Frans Jansen via zijn collega in aanraking met opties. Deze collega zou behoorlijk verdiend hebben aan de optiehandel. Hij verdiept zich wat in deze materie en besluit Van Mekel te bellen. Deze reageert wat afhoudend: Jansen moet niet vergeten dat het vermogen over één jaar weer benodigd is. Dus té riskant beleggen kan niet. Jansen persisteert en hij gaat voorzichtig in derivaten beleggen. Hij neemt steeds vaker contact op met Van Mekel. Via voorzichtige strategieën wordt al snel overgegaan op risicovolle posities. Van Mekel waarschuwt Jansen nogmaals via de telefoon voor de risico's, maar voert de transacties wel uit.

Gedurende de contacten tussen Jansen en Van Mekel ontstaat er een nauwe band. De eerste successen lijken beiden te sterken. Zodra Jansen met risicovollere suggesties komt voor de portefeuille worden deze, zij het wat aarzelend, doorgevoerd door Van Mekel. Het kapitaal behoort immers de particuliere belegger toe en hij is uiteindelijk zelf verantwoordelijk voor zijn beleggingen. Daarnaast is het prima voor de provisie-inkomsten. In de loop van de tijd wordt het eerder opgestelde risicoprofiel nauwelijks nog gevolgd.

De beleggingsverliezen beginnen echter fors op te lopen. Jansen neemt steeds risicovollere posities in om het eerder ontstane verlies te compenseren. Op den duur is het eigen vermogen verdwenen en ontstaat er een debetstand. De vrouw van Jansen krijgt lucht van de verlieslatende beleggingen. De bouw van de nieuwe woning dreigt in gevaar te komen aangezien de eerste bouwtermijnen betaald moeten worden. Geschrokken van de reactie van zijn vrouw neemt Jansen contact op met Van Mekel. Hij beklaagt zich over diens adviezen. Hoe heeft hij deze transacties nu ooit uit kunnen voeren? Er was toch afgesproken dat er gematigd defensief belegd zou worden? Waarom is dit risicoprofiel niet nadrukkelijker gevolgd? Van Mekel wist toch ook dat dit vermogen benodigd was voor de bouw van een nieuwe woning? Van Mekel deelt de mening van Jansen niet. Hij heeft hem mondeling gewaarschuwd voor de riskante situatie van diens handelen. Daarbij is Jansen verantwoordelijk voor zijn eigen handelen. Uitgangspunt

van het adviescontract is dat Van Mekel adviezen verstrekt aan Jansen. Deze mogen door hem echter in de wind geslagen worden. Van Mekel heeft feitelijk alleen maar de orders uitgevoerd.

Deze situatie is bewust gekozen in deze inleiding. Het is exemplarisch voor het spanningsveld tussen het behartigen van de belangen van de cliënt enerzijds en de belangen van de beleggingsadviseur en de financiële instelling anderzijds. Dit spanningsveld kan vanuit diverse gezichtspunten gezien worden. De *particuliere belegger*, die in eerste aanzet de directe schade ondervindt, zal zich beroepen op het feit dat er contractuele afspraken gemaakt zijn. Op basis van deze afspraken zou zijn portefeuille ingevuld worden. Voorts zou de particuliere belegger zich kunnen beroepen op zijn gebrek aan ervaring en/of deskundigheid op het gebied van beleggen. In ieder geval zal de belegger van mening zijn dat de beleggingsadviseur a priori een hogere deskundigheid toe te kennen is. Met deze veronderstelde deskundigheid had de beleggingsadviseur de particuliere belegger mogelijk kunnen behoeden voor de risico's die hij aanging. Dit behoort tot zijn zorgplicht. De betrokken beleggingsadviseur was daarnaast ook op de hoogte van diens voornemen een huis te bouwen en wist dat het belegde vermogen hiertoe nodig was. Hiervoor betaalt de particuliere belegger de beleggingsadviseur toch?

De *beleggingsadviseur* kan in deze zaak een andere positie innemen. Er is tussen de partijen sprake van een adviesovereenkomst. Hierin is vastgelegd dat de beleggingsadviseur de particuliere belegger gevraagd en ongevraagd van beleggingsadviezen zal voorzien. Dit naar goeddunken van de beleggingsadviseur maar binnen het kader van redelijk handelen en bekwaamheid.<sup>5</sup> Hierbij hield de beleggingsadviseur zoveel mogelijk rekening met de persoonlijke financiële situatie van de particuliere belegger. Door nadrukkelijk telefonisch te melden dat de ingenomen optieposities risicovol zijn, is de beleggingsadviseur van mening te hebben voldaan aan zijn zorgplicht. De particuliere belegger heeft volgens de beleggingsadviseur ook een eigen verantwoordelijkheid. Deze verantwoordelijkheid bestaat onder andere uit de verplichting tot schadebeperking<sup>6</sup> en het adequaat verstrekken van relevante informatie. Dat vervolgens de orders toch zijn uitgevoerd, kan te maken hebben met het behartigen van een aantal belangen.

<sup>5</sup> Zie o.a. uitspraken KCB 1999-122 en KCD 2000-31.

<sup>6</sup> Zie artikel 6:101 BW waarin ligt besloten dat een ieder gehouden is tot het nemen van maatregelen die zijn schade beperken. Zie uitspraken KCD 2001-39, 2002-48, 2002-95, 2002-108, 2002-136, 2002-119. Zie ook Du Perron (2002: 141-142 in Eisma, 2002).

## I Inleidend hoofdstuk en methodologie

Zo is het voor de beleggingsadviseur relevant de particuliere belegger ter wille te zijn. Het behoort tot zijn taak om cliëntvriendelijk te zijn. Er is eveneens het belang van de beleggingsadviseur zelf. Mogelijkerwijs is zijn bonus afhankelijk van de behaalde provisie op zijn cliëntenbestand. Op het achterblijven van zijn omzet ten opzichte van de doelstelling kan hij aangesproken worden door zijn leidinggevende en/of door zijn directe collega's, doordat een eventuele bonus ook afhankelijk kan zijn van de prestaties van de groep.

De *financiële instelling als werkgever* heeft eveneens haar belangen. Zij zal trachten haar medewerkers zoveel mogelijk in haar belang en binnen haar doelstellingen te laten werken. Hierbij heeft zij net als de beleggingsadviseur belang bij een tevreden particuliere belegger. In de praktijk zijn de belangen van de werkgever ruimer gedefinieerd dan die van de werknemer. Een ontevreden particuliere belegger kan resulteren in direct economische consequenties zoals het missen van omzet. Dit kan weer tot schade leiden van sociale en economische aard, zoals het reduceren van arbeidsplaatsen. Ook kan het niet behalen van economische doelstellingen gevolgen hebben voor bijvoorbeeld de acquisitiekracht van de onderneming. Enerzijds doordat het aantrekken van vreemd vermogen (te) duur wordt, anderzijds doordat het betalen van acquisities met eigen aandelen (bijvoorbeeld met behulp van aandelenemissies) financieel onvoordelig of zelfs onmogelijk is (Van Tulder, Van der Zwart, 2003: 147). Voorts zou het niet behalen van de economische doelstellingen ertoe kunnen leiden dat bonussen niet uitgekeerd worden, hetgeen een negatief effect kan hebben op de motivatie van de medewerkers en zodoende als een negatieve spiraal werkt. Behoudens een directe economische schade kan ook schade optreden aan de reputatie van de instelling (Van Tulder, Van der Zwart, 2003: 160). In bepaalde gevallen kan dit een soortgelijke schade aanrichten vergelijkbaar met een omvangrijke schadeclaim. Nieuwe cliënten worden afgeschrikt om zaken te doen met deze 'besmette' instelling en talentvol personeel kan overwegen om een andere werkgever te zoeken. Er zal de financiële instelling dus veel aan gelegen zijn om de economische doelstellingen te behalen zonder een verhoogd risico te lopen op klachten, claims en (media)aandacht.

Een andere actor is het *Dutch Securities Institute (DSI)*, dat tot doel heeft het vertrouwen van het beleggend publiek in de effectenbranche te versterken. Het richt zich hierbij onder andere op het bevorderen van de integriteit van de effectenspecialisten. Het beperken van het aantal klachten en claims is hierbij een belangrijke taak. Zeker indien deze de media bereiken. Niet alleen een goed imago van de effectenbranche is een streven. Door aan een goede reputatie te



werken wordt ook een optimale werking van de kapitaalmarkt nagestreefd. Vertrouwen en betrouwbaarheid zijn hier sleutelwoorden. Mocht in de vorige casus nu blijken dat er over Van Mekel als DSI-geregistreerde beleggingsadviseur klachten zijn, dan bestaat via de Tucht- en Geschillencommissie DSI de mogelijkheid tot het berispen, het opleggen van een boete of een taakstraf, het schorsen van de registrant, het publiceren van de naam van de betrokkene en de opgelegde maatregel of zelfs royerering.<sup>7</sup>

De *Autoriteit Financiële Markten (AFM)* heeft als toezichthouder een adequate werking van de financiële markten tot doel. Dit doet zij door het voeren van gedragstoezicht. Hieronder valt het handhaven van regels en het waarschuwen en beschermen van particuliere beleggers. Als gedragsregel is de Nadere Regeling gedragstoezicht effectenverkeer 2002 opgesteld om de eerder genoemde doelen na te streven en te bewaken.

De beschreven situatie tussen Van Mekel en Jansen kent vele invalshoeken en argumenten. De belangen kunnen verschillend zijn of kennen in ieder geval verschillende vormen. Hierdoor zijn de grenzen van de zorgplicht regelmatig niet eenduidig vast te stellen. Binnen het beleggingsproces, in dit verband het communicatie- en actieproces tussen de particuliere belegger en de beleggingsadviseur, is verantwoordelijkheid echter niet alleen ingegeven door (financiële) belangen. Welbeschouwd lijken de belangen van zowel de maatschappij, het individu als van de onderneming bijeen te komen in één functionaris: de beleggingsadviseur. Naast deelgenoot in een branche is hij werknemer en representant van de financiële instelling. Ook ziet de beleggingsadviseur het tot zijn verantwoordelijkheid om bij te dragen aan het streven van de particuliere belegger zijn persoonlijke doelstellingen te realiseren. Daarbij mag niet vergeten worden dat de beleggingsadviseur een deelnemer is aan de maatschappij. Dit impliceert eveneens verantwoordelijkheden. Zijn afkomst, levenservaring, religie, opleiding en mogelijkse seks zijn enkele factoren die bepalend kunnen zijn voor diens invulling van het begrip 'verantwoordelijkheid'. Mede om rangorde aan te brengen in de mate van verantwoordelijkheid is de zorgplicht ingevoerd. Deze zorgplicht is genormeerd in regels die zijn opgelegd door de autoriteiten en zetten een stempel op de relatie tussen de beleggingsadviseur en particuliere belegger.

<sup>7</sup> Zie artikel 13.11 Reglement DSI.

### 1.1.2 Zorgplichtaffaires in de media

De beleggingsadviseur kan niet langer in anonimiteit werken. Zijn doen en laten wordt in toenemende mate kritisch gevolgd door het publiek, de toezichthouder en de media. Vooral het verzaken van de zorgplicht blijkt een geliefd onderwerp voor de media. Het onrecht dat een 'weerloze' particuliere belegger is aangedaan door een machtig instituut als een bank, is voer voor de media. Hieronder volgt een aantal berichten van affaires die de laatste jaren in de media zijn verschenen:

In oktober 1998 werd bekend dat de beleggingsclub 'D'n Anwas' enorme beleggingsverliezen had geleden door de wanprestatie van een beleggingsadviseur van Rabobank Doetinchem. Hierbij zou een derde partij financieel gecompenseerd zijn doordat de Rabobank haar risicovolle verplichtingen overnam. Voorts werden officiële rapportages aan deze derde partij vervalst. De risicovolle verplichtingen kwamen echter niet terecht in de boekhouding van de bank, maar werden ten laste gebracht van de beleggingsrekening van de beleggingsclub. Dit zonder toestemming van haar leden. Daarnaast zou er sprake zijn van *churning*.<sup>8</sup> De bank zou haar zorgplicht ernstig verzaakt hebben. Deze affaire werd kort na het uitlekken van de fouten in eerste instantie geschikt voor 18 miljoen gulden. Een tweede schikking van 20 miljoen gulden vond in oktober 2000 plaats.<sup>9</sup>

In 1998 beticht de heer Pronk, een particuliere belegger, de ING Bank van *churning* en het aangaan van te risicovolle posities in zijn beleggingsportefeuille. Op basis van een rapportage van de accountantsdienst van ING Bank stelt de Klachtencommissie DSI de klager in het ongelijk. Pronk tracht deze uitspraak door de rechtbank vernietigd te krijgen. De accountantsdienst van ING Bank zou volgens hem de Klachtencommissie DSI misleiden door foutieve berekeningen van de margintekorten te hebben verstrekt. ING Bank wacht de uitkomsten van de rechtszaak niet af en besluit vlak voor de uitspraak van 19 juni 2002 tot een schikking te komen.<sup>10</sup>

In juni 2001 stappen twee cliënten van Bank Labouchere, die inmiddels is opgegaan in Dexia Nederland, naar de rechter om hun verlies van 24 miljoen gulden terug te vorderen van de bank. Een beleggingsadviseur van de bank zou de twee cliënten geadviseerd hebben veelvuldig in ICT-fondsen te

<sup>8</sup> Onevenredig hoge transactiefrequenties, commissies of andere vergoedingen met het kennelijke doel de financiële instelling te bevoordelen (zie voor een definitie Beleidsregel 02-04 'Churning' Autoriteit Financiële Markten).

<sup>9</sup> *NRC Handelsblad*, 10 november 1998.

<sup>10</sup> *Het Financieel Dagblad*, 8 juni 2002.

beleggen. Dit zou niet conform het risicoprofiel van deze particuliere beleggers zijn gedaan. Hierbij zouden de adviezen niet zijn gegeven zoals een redelijk en bekwaam adviseur betaamt. Voorts zou de effecteninstelling verzuimd hebben de margineisen te controleren. De betreffende beleggingsadviseur zou zich daarbij hebben uitgegeven als 'senior beleggingsadviseur', terwijl hij volgens de registers van het DSI slechts gerechtigd was tot het voeren van de titel 'beleggingsadviseur'. Ook zou hij pornografisch materiaal via de elektronische mail van zijn werkgever naar diens particuliere cliënten hebben verzonden. Met het verzenden van het pornografische materiaal zou hij het DSI-reglement artikel 7 lid 1.1 hebben overtreden.<sup>11</sup>

In maart 2002 komt het Tros-programma Radar met een aanklacht tegen LegioLease, een organisatie die op dat moment deel uitmaakt van Bank Labouchere. Eén van de gevoerde financiële producten betrof effectenlease.<sup>12</sup> Met dit financieel product werd beleggen voor een groot publiek toegankelijk en aantrekkelijk gemaakt. Naar schatting zijn er 600.000 contracten afgesloten. De verwachte positieve hefboom bleek in de praktijk als een boemerang te kunnen werken. De betaalde rente op de lening was in het Belastingplan 21<sup>e</sup> eeuw niet langer in mindering te brengen als persoonlijke verplichting op het belastbaar inkomen. Daarbij daalde de effectenportefeuille fors in waarde door de wereldwijde beursmalaise. Op het moment dat de leningen afgelost dienden te worden, werd de belegger geconfronteerd met een dekkingstekort. De waarde van de effecten was lager dan het openstaande krediet. Verenigd in een aantal stichtingen, waaronder de Stichting Leaseverlies, werd door ruim 100.000 particuliere beleggers een bedrag tussen de € 3 en € 4,4 miljard gevorderd van de rechtsopvolger van Bank Labouchere, Dexia Bank Nederland.<sup>13</sup> Zij zijn van mening onjuist voorgelicht te zijn over de financiële risico's van effectenlease. Op 13 december 2002 werd de Stichting Eegaclaim opgericht ten einde de belangen van echtgenoten van gedupeerde investeerders in LegioLease te behartigen. Deze echtgenoten zouden geen schriftelijke toestemming hebben gegeven voor het aangaan van de beleggingsovereenkomsten.<sup>14</sup>

<sup>11</sup> *Het Financieel Dagblad*, 21 juni 2001.

<sup>12</sup> Een product bestaande uit een effectendepot dat met een krediet gefinancierd wordt. Door gebruik te maken van een hefboomwerking werd getracht een hoger rendement te behalen op de effectenportefeuille dan dat aan rente op het verstrekte krediet betaald diende te worden. Tijdens de verkoop van deze producten was de betaalde rente als consumptieve rente fiscaal verrekenbaar met de te betalen inkomstenbelasting.

<sup>13</sup> *Trouw*, 6 december 2002 en *Het Financieel Dagblad*, 3 januari 2003.

<sup>14</sup> *NRC Handelsblad*, 31 januari 2003.

## I Inleidend hoofdstuk en methodologie

De vele berichten in de media zorgden voor een reactie uit de financiële sector, van de politiek en van de toezichthouder. Zo besloot de Nederlandse Vereniging van Banken (NVB) in oktober 2002 haar juridische commissie de zorgplicht nader te laten inventariseren. De NVB maakte zich zorgen over de toenemende aansprakelijkheid en ging met name onderzoek doen naar “het grijze gebied waarin de zorgplicht een valkuil kan vormen.”<sup>15</sup> In een publicatie<sup>16</sup> stelde de voorzitter van de Juridische Commissie: “Onduidelijkheid over de grens tussen de verantwoordelijkheid van de bank en die van de belegger geeft natuurlijk ruimte aan de rechtspraak om te trachten de werking van de zorgplicht op te rekken ten gunste van de cliënt.” De politiek leek zich daarentegen zorgen te maken over de positie van de particuliere belegger. Eind mei 2002 maakte de politieke partij VVD bekend dat zij de positie van de Nederlandse belegger de komende jaren flink wil verbeteren. Zo moeten er onder andere strengere eisen komen ten aanzien van koop- en verkoopadviezen voor beleggers.<sup>17</sup> De AFM maakte in juni 2002 bekend dat “de effectenbranche duidelijkheid moet verschaffen rondom welke verantwoordelijkheid bij haar en welke bij de belegger ligt.”<sup>18</sup>

## 1.2 Relevante begrippen

### 1.2.1 Beleggingsadvies

Om het begrip ‘beleggingsadvies’ te kunnen omschrijven is het belangrijk vast te stellen dat de particuliere belegger drie basisdiensten ter beschikking staan: beleggingsadvisering, discretionair vermogensbeheer en *execution-only*. Deze diensten hebben verschillende kenmerken. Bij *execution-only* is zuiver het tegen lage kosten adequaat uitvoeren van een beursorder van belang. Terwijl bij vermogensbeheer de relatie tussen de beheerder en de particuliere belegger centraal staat. In dit verband kunnen we spreken van een *relatiegeoriënteerde activiteit* (discretionair beheer) versus een *transactiegeoriënteerde activiteit* (*execution-only*). Het beleggingsadvies bevindt zich tussen deze twee vormen in. Enerzijds neemt een niet-deskundige, de particuliere belegger, contact op met een deskundige, de beleggingsadviseur, om zo een veronderstelde asymmetrie in ervaring, kennis en middelen te overbruggen en een profijtelijk advies tot handelen te verkrijgen.

<sup>15</sup> *Het Financieel Dagblad*, 5 oktober 2002.

<sup>16</sup> *NVBulletin*, nummer 3, oktober 2002.

<sup>17</sup> *De Financieel Telegraaf*, 31 mei 2002.

<sup>18</sup> *Het Financieel Dagblad*, 10 juni 2002.

Anderzijds blijft de finale overweging tot dit handelen in handen van de niet-deskundige. Zodoende heeft het beleggingsadvies zowel een *transactie-* als een *relatiegeoriënteerde* zijde.<sup>19</sup>

In het document ‘A European Regime of Investor Protection: the Harmonization of Conduct of Business Rules’<sup>20</sup> van The Committee of European Securities Regulators (CESR) wordt ‘beleggingsadvies’ als volgt omschreven: “Investment advice: the provision of a personal recommendation to a specific customer related to one or more financial instruments or investment services, either incidentally or under a contract for investment advice.” Uit de woorden ‘personal’ en ‘specific’ kan een zekere mate van ‘maatwerk’ worden afgeleid. Hoe dit maatwerk tot stand moet komen, blijkt echter niet uit de definitie van CESR.<sup>21</sup> In het *Financieel Woordenboek* (2003: 46) wordt de taak van de beleggingsadviseur als volgt omschreven: “Nadat is vastgesteld wat de behoeften van een belegger zijn en welk doel hij heeft, kan een professionele instelling zoals een bank of een ander soort beleggingsadviseur een beleggingsadvies geven. Dit bestaat uit het aangeven van een manier waarop een beleggingsportefeuille het best kan worden samengesteld.” Binnen dit onderzoek is ervoor gekozen enkele omschrijvingen te combineren tot de volgende definitie van ‘beleggingsadvies’: ‘een bedrijfsmatige betaalde dienst<sup>22</sup> waarbij, binnen een relatie tussen een particuliere belegger en een beleggingsadviseur, op basis van beschikbare kennis, informatie en middelen een advies verstrekt wordt, toepasselijk op de persoonlijke financiële situatie van de particuliere belegger teneinde een nieuwe effectenportefeuille in te richten dan wel een verbetering aan te brengen in een bestaande belegging in effecten,<sup>23</sup> aangehouden bij de betreffende instelling of bij derden. De invulling van de portefeuille geschiedt door het doen van (beurs)transacties. Daarbij is het niet van belang hoe deze relatie wordt gevormd; mondeling, schriftelijk, telefonisch of elektronisch.’

## 1.2.2 Discretionair vermogensbeheer

Alhoewel dit onderzoek zich niet richt op het ‘discretionair vermogensbeheer’, komt dit begrip een aantal keren in het onderzoek voor. De definitie die hierbij

19 Zie in dit verband ook Boot (2000: 4) die ‘relationship banking’ beschrijft als: “...the provision of financial services by a financial intermediary that: I. invests in obtaining customer-specific information, often proprietary in nature; and II. Evaluates the profitability of these investments through multiple interactions with the same customer over time and/or across products.”

20 CESR/01-014d, april 2002, p. 6.

21 In de praktijk wordt een beleggingsadvies weliswaar als ‘maatwerk’ verkocht, maar betreft het ook vaak een gestandaardiseerd advies dat gebruikt kan worden voor grote groepen particuliere beleggers.

22 In dit onderzoek wordt aangenomen dat de diensten betaald worden afgenomen. Hiermee zijn (rechts)personen die deze diensten incidenteel en niet in beroeps- of bedrijfsmatige uitoefening van het effectenbedrijf verrichten, uitgesloten.

23 Zoals gedefinieerd in artikel 1, sub a., Wet toezicht effectenverkeer 1995. Zie ook Duffhues (1990: 19) en Eisma (2002: 19 e.v.).

## I Inleidend hoofdstuk en methodologie

gehanteerd wordt, is: ‘een dienst waarbij op basis van een overeenkomst<sup>24</sup> gekozen is om de operationele, tactische en strategische beleggingsbeslissingen ten aanzien van een effectenportefeuille, welke in eigendom is van de particuliere belegger, over te laten aan een dienstverlener die het zijn bedrijf heeft gemaakt dit vermogen te beheren.’ In de praktijk betekent dit dat de dienstverlener niet gehouden is om eerst mondeling of schriftelijk toestemming te verkrijgen van de particuliere belegger voor het uitvoeren van een transactie ten behoeve van de effectenportefeuille. In het waarschijnlijke geval dat een vergoeding voor de dienst verlangd wordt, zal deze vergoeding veelal bestaan uit een bedrag afhankelijk van de omvang van het beheerde vermogen en een vergoeding per gedane transactie. In minder gevallen wordt de vergoeding voor het discretionair vermogensbeheer afhankelijk gesteld van de resultaten van het beheer. Het raamwerk waarbinnen deze operationele, tactische en strategische beslissingen worden genomen, is het opgestelde cliënten- en/of risicoprofiel en is daarmee een onderdeel van de vermogensbeheerovereenkomst.

### 1.2.3 *Execution-only*

Evenmin staat het begrip ‘*execution-only*’ centraal in dit onderzoek. Toch komt het begrip in met name het documentenonderzoek veelvuldig naar voren. Deze dienst, ook wel *brokerage* genaamd, kan omschreven worden als: ‘een professionele dienst waarbij de financiële instelling de basisfaciliteiten voor het verkrijgen van toegang tot de financiële markten tegen betaling ter beschikking stelt aan particuliere beleggers’. Bij particuliere beleggers zal de orderuitvoering pas plaatsvinden na verkorte toetsing van passendheid (toetsing van het verkort of elementair profiel en saldotoets).<sup>25</sup> *Execution-only*, ook wel *transaction banking* genaamd, is minder gericht op het verkrijgen en gebruiken van informatie van een cliënt dan *relationship banking* (vergelijk ook Boot, Thakor, 2000: 680-684, Carpenter, 1997: 33). De relatie tussen de particuliere belegger en de financiële instelling is met name gebaseerd op het eenvoudig en goed verkrijgen van toegang tot de financiële markten. Een advies zal niet verstrekt worden. Informeren en opiniëren worden in de praktijk wel tot deze dienst gerekend (zie ook § 3.2). De dienst wordt schriftelijk, telefonisch of elektronisch aangeboden.

### 1.2.4 Beleggingsadviseur

Om tot een begripsomschrijving te komen van de hedendaagse ‘beleggingsadviseur’ is gebruik gemaakt van een aantal bestaande definities. Zo wordt in The

<sup>24</sup> Deze overeenkomst dient conform artikel 27 Nadere Regeling gedragstoezicht effectenverkeer 2002 schriftelijk vastgelegd te worden tussen de effecteninstituten en de particuliere belegger.

<sup>25</sup> Zie artikel 28 lid 1 Nadere Regeling gedragstoezicht effectenverkeer 2002 en A European Regime of Investor Protection, the Harmonization of Conduct of Business Rules, artikel 2.4.37 CESR, p. 42.

Investment Advisors Act of 1940 van The Securities and Exchange Commission (SEC) een beleggingsadviseur als volgt omschreven (p. 3): "Investment advisor means any person who, for compensation, engages in the business of advising others, either directly or through publications or writings, as to the value of securities or as to the advisability of investing in, purchasing, or selling securities, or who, for compensation and as part of a regular business, issues or promulgates analyses or reports concerning securities." Het Dutch Securities Institute omschrijft in artikel 1 van het Algemeen Reglement een beleggingsadviseur als: "diegene die, in dienst van een deelnemer of zelfstandig gevestigd, beleggers adviseert over de inrichting van een effectenportefeuille met individuele effecten of met behulp van beleggingsfondsen en daarvoor een vertaling kan maken van door beleggingsanalisten geproduceerde research naar de portefeuille van de cliënt, alsmede degene die in dit kader leiding geeft." In beide omschrijvingen wordt een aantal aspecten gemist. Zo kan een beleggingsadviseur (pro)actief of reactief optreden, waarbij hij in voorkomende gevallen gevraagd en ongevraagd de particuliere belegger van advies kan dienen. Voorts is het relevant te melden dat de beleggingsadviseur zijn vergoeding verkrijgt uit provisies via het muteren in de bij de instelling of bij derden aangehouden effectenportefeuille, al dan niet in combinatie met een vaste adviesvergoeding.

Binnen dit onderzoek wordt de volgende definitie van een beleggingsadviseur gehanteerd: 'Diegene die het tot zijn professie heeft gemaakt, in dienst bij een effecteninstelling<sup>26</sup> of zelfstandig gevestigd, particuliere beleggers door zakelijk contact (pro)actief of reactief te adviseren over de inrichting van een gehele beleggingsportefeuille of sec het aan- en verkopen van effecten. Dit advies is gebaseerd op een uitgevoerde analyse. De vergoeding voor deze adviezen bestaat uit een transactieafhankelijke vergoeding al dan niet in combinatie met een vaste adviesvergoeding.'

### 1.2.5 Particuliere belegger

Als een van de actoren binnen het beleggingsproces is het relevant om vast te stellen wat onder een 'particuliere belegger' wordt verstaan. Van Setten (1998: 52-53) omschrijft het begrip 'belegger' in zijn dissertatie als: "de (rechts)persoon die een commissionair opdracht geeft een effectentransactie te verrichten die ertoe leidt dat de belegger een positie inneemt of liquideert." Materieel gezien zou dit de lading van het begrip 'belegger' dekken. Voor de bruikbaarheid van

<sup>26</sup> Hieronder wordt conform artikel 2d, Wet toezicht effectenverkeer 1995, een effectenbemiddelaar of een vermogensbeheerder verstaan.

dit onderzoek moet het basiskenmerk van *niet-deskundigheid*, dat de particuliere belegger in beginsel kenmerkt ten opzichte van de beleggingsadviseur, worden toegevoegd. Dit impliceert dat diegene die de opdrachten verstrekt, in tegenstelling tot diegene die de opdrachten accepteert, het niet tot zijn of haar beroep of bedrijf heeft gemaakt deze opdrachten te verstrekken. Met name in het kader van verantwoordelijkheid, aansprakelijkheid en de werking van de zorgplicht zal dit van belang blijken te zijn. Het Forum of European Securities Commissions<sup>27</sup> (FESCO) heeft het begrip ‘professionele belegger’ nader omschreven, waarbij er een onderscheid wordt gemaakt tussen beleggers die (automatisch) kunnen worden beschouwd als professionele beleggers en beleggers die op verzoek beschouwd worden als professionele beleggers (zoals grote en institutionele beleggers en andere beleggers).<sup>28</sup> In dit onderzoek wordt derhalve onder een ‘particuliere belegger’ verstaan: *‘een persoon<sup>29</sup> die niet beroepsmatig vermogensbestanddelen in effecten belegt’*. Daarbij dient aangetekend te worden dat deze particuliere belegger in veel gevallen over een beperkte beleggingskennis en -ervaring beschikt in vergelijking tot diegene die het beleggen wel tot zijn beroep heeft gemaakt.

### 1.3 Centrale vraagstelling van het onderzoek

In § 1.1.2 is een aantal affaires besproken die aandacht hebben gekregen in de media. Ook is de casus beschreven van de particuliere belegger Jansen en de beleggingsadviseur Van Mekel. Deze illustreren de discrepantie die bestaat tussen de wettelijke cliëntoriëntatie enerzijds en het nastreven van winst door het management van de financiële instelling anderzijds. Dit onderzoek richt zich in het bijzonder op de gevolgen van de zorgplicht voor de beleggingsadvisering, rekening houdende met het spanningsveld tussen de wettelijke oriëntatie en de winstgedreven efficiëntie. Daarbij is beperkt onderzocht of de wet- en regelgeving ter bescherming van de consumenten ook wordt uitgevoerd en nageleefd en in hoeverre deze afdoende effectief is en past binnen het huidige tijdsbeeld.

Zoals eerder gesteld, staat de beleggingsadvisering in Nederland in dit onderzoek centraal. De twee andere basisdiensten, discretionair vermogensbeheer en *execu-*

<sup>27</sup> Opgericht in 1997 en later voortgezet onder de naam: The Committee of European Securities Regulators (CESR).

<sup>28</sup> Zie definitie lid 2 artikel 43 Nadere Regeling gedragtoezicht effectenverkeer 2002.

<sup>29</sup> Het is ongebruikelijk een rechtspersoon zoals stichtingen, verenigingen en vennootschappen, als ‘particulier’ te definiëren. De Klachtencommissie DSI beschouwt hen in beginsel wel als een niet-professionele belegger.



*tion-only*, spelen voornamelijk in het documentenonderzoek een rol. De reden dat beleggingsadvisering het thema is, is te vinden in de intensieve relatie binnen de beleggingsadvisering tussen de particuliere belegger en de beleggingsadviseur en de complexe verantwoordelijkheden die uniek zijn voor deze dienst. Antwoorden op vraagstukken als wie (eind)verantwoordelijk is voor de resultaten van de beleggingen en wanneer de beleggingsadviseur dient te interveniëren als een particuliere belegger roekeloos lijkt te gaan handelen, zijn minder eenduidig vastgesteld dan bij discretionair vermogensbeheer of *execution-only*. Zoals zal blijken uit het documentenonderzoek is bij vermogensbeheer of *execution-only* de interpretatie van de regelgeving en jurisprudentie eenduidiger. Daarbij kennen discretionair vermogensbeheer en *execution-only* een heldere juridische structuur. Bij discretionair vermogensbeheer zal de verantwoordelijkheid voor de handelingen ten behoeve van de particuliere belegger nadrukkelijker bij de vermogensbeheerder liggen. Terwijl bij *execution-only* de autonomie van handelen van de particuliere belegger met een zo min mogelijk indirecte of directe begeleiding centraal staat. De beleggingsadviseur verstrekt zijn adviezen waarna de particuliere belegger zelf dient te beslissen. Binnen deze relatie wordt de verantwoordelijkheid regelmatig getoetst en neemt de regelgeving ten aanzien van de zorgplicht toe. Dat deze regelgeving niet altijd eenduidig en eenvoudig te interpreteren is, maakt het beleggingsadvies aantrekkelijk als onderzoeksthema. Centraal in dit onderzoek staat de vraag: *Wat zijn de effecten van de zorgplicht op de Nederlandse beleggingsadvisering?* Ter beantwoording van deze vraag zijn vijf subvragen gedefinieerd:

1. Welke ontwikkelingen zijn zichtbaar in het klaggedrag van de particuliere beleggers ten aanzien van de Nederlandse beleggingsadvisering op basis van de door de Klachtencommissie DSI<sup>30</sup> (en voorgangsters daarvan) behandelde klachten?

Het antwoord op deze vraag moet inzicht geven in de ontwikkeling van de klachten over effectendienstverlening binnen de financiële sector in het recente verleden. Toch is het niet mogelijk om alleen op basis van de behandelde klachten voor de Klachtencommissie DSI conclusies over de zorgplicht in de praktijk te trekken. Hiertoe is subvraag twee gedefinieerd:

<sup>30</sup> Een bindend adviesorgaan waarbij een ieder die meent dat hij door het handelen of nalaten van een aan DSI-deelnemende instelling in het kader van effectendienstverlening direct in zijn belang is getroffen, een claim (eis tot schadevergoeding) kan indienen.

## I Inleidend hoofdstuk en methodologie

2. Hoe gaan de financiële instellingen (in casu directieleden en beleggingsadviseurs) om met de implementatie van en het handelen naar de zorgplichtregels?

Het onderzoek geeft een duidelijk beeld over de wijze waarop de financiële sector in de praktijk de zorgplichtregels ter hand neemt en invoert in haar dienstverlening. Dat deze regels van invloed zijn geweest op de financiële sector staat vast, maar hebben zij ook invloed gehad op de wijze van adviseren? Het antwoord op subvraag drie moet hierover duidelijkheid verschaffen:

3. Hebben de regelgeving en jurisprudentie ten aanzien van de zorgplicht invloed op de wijze van adviseren? Zo ja, welke?

Het geven van beleggingsadvies brengt altijd risico's voor de financiële instelling met zich mee. Om na te gaan welke risico's het betreft en hoe met deze risico's wordt omgegaan, is subvraag vier gedefinieerd:

4. Hoe gaan de financiële instellingen (in casu directieleden en beleggingsadviseurs) om met de juridische en economische risico's die voortvloeien uit het geven van beleggingsadvies?

Tot slot is het van belang om nader te onderzoeken hoe de uiteindelijke afnemer van de beleggingsadviesdiensten tegenover de regels en verplichtingen ten aanzien van de zorgplicht staat. Subvraag vijf luidt als volgt:

5. Voldoet het beleggingsadvies aan de wensen van de particuliere belegger?

Om de theoretische verhandelingen te toetsen aan de praktijk, is gekozen voor een empirisch-analytische benadering. De gevolgde onderzoeksmethodiek wordt in de volgende paragraaf nader toegelicht.

## 1.4 Gehanteerde methodologie

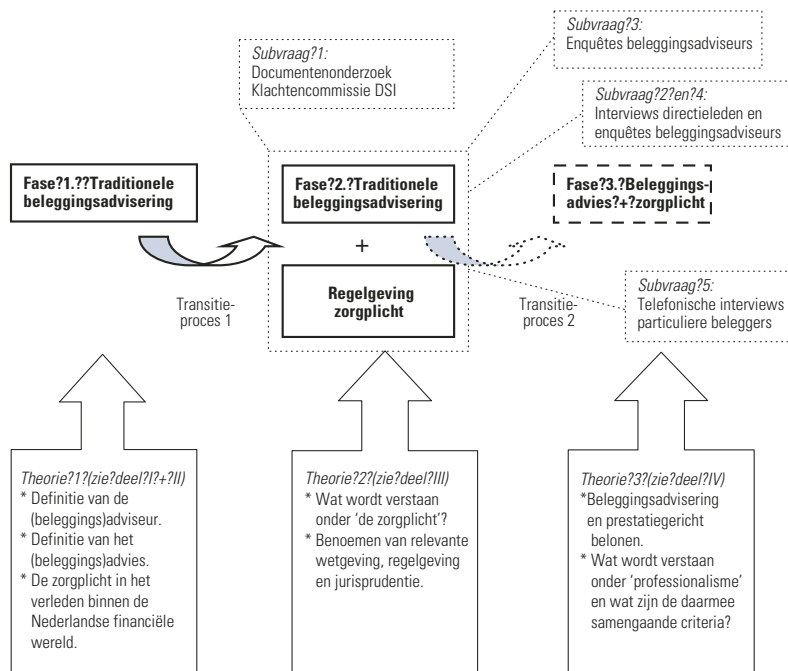
Wetenschappelijk onderzoek loopt, met name in de gevallen waar er onvoldoende verband is met de werkelijkheid, het risico te formalistisch, te mechanisch of te statisch te worden. Zonder de theorie is de werkelijkheid echter niet te duiden en is maatschappelijke vooruitgang niet mogelijk. De samenhang tussen de theorie en de empirische werkelijkheid wordt in dit onderzoek als basis gebruikt. Deze samenhang komt onder andere tot uiting in het beschrijven van de regelgeving van de toezichthouder en de uitspraken van de Klachtencommissie DSI en de jurisprudentie van de burgerlijke rechter enerzijds en het onderzoeken van de wijze waarop de beleggingsadviseur en diens werkgever omgaan met deze zorgplichtregels en verplichtingen, anderzijds. Zo is de praktijk onderzocht door het analyseren van operationele zorgplichtproblemen, waarbij de actoren (beleggingsadviseurs, particuliere beleggers en directieleden) die een rol spelen bij beleggingsadvisering, direct zijn betrokken. Op deze wijze is getracht de aard en de omvang van de operationele problemen ten aanzien van de zorgplicht bij beleggingsadvisering nader te kwantificeren. Tevens is een documentenonderzoek uitgevoerd naar klachten behandeld door de Klachtencommissie DSI.<sup>31</sup> De combinatie van deze onderzoeken vormt als het ware een portret van de beleggingsadviseur.

In figuur 1 is een overzicht weergegeven van de gekozen onderzoeksmethodologie. Zo blijkt dat beleggingsadvisering een transitieproces heeft doorgemaakt, waarbij de wet- en regelgeving sinds een aantal jaren een belangrijke rol zijn gaan spelen in het verdere ontwerp van deze dienstverlening. Dit transitieproces, 'transitieproces 1' genaamd, bestaat uit de overgang van de 'traditionele' vorm van dienstverlening van de beleggingsadviseur in een fase waarbij deze traditionele vorm in aanraking komt met de wet- en regelgeving. Door middel van een documentenonderzoek naar de door de Klachtencommissie DSI behandelde klachten uit deze fase wordt antwoord gegeven op subvraag 1: *Welke ontwikkelingen zijn zichtbaar in het klaaggedrag van de particuliere beleggers ten aanzien van de Nederlandse beleggingsadvisering op basis van de door de Klachtencommissie DSI (en voorgangers daarvan) behandelde klachten?*

<sup>31</sup> Per 1 november 1999 zijn de taken van de Klachtencommissie Beursbedrijf formeel overgegaan naar de Klachtencommissie DSI. De onderzochte uitspraken voor deze datum zijn gedaan door de Klachtencommissie Beursbedrijf. Voor de leesbaarheid wordt er echter verder gesproken van de 'uitspraken Klachtencommissie DSI'.

## I Inleidend hoofdstuk en methodologie

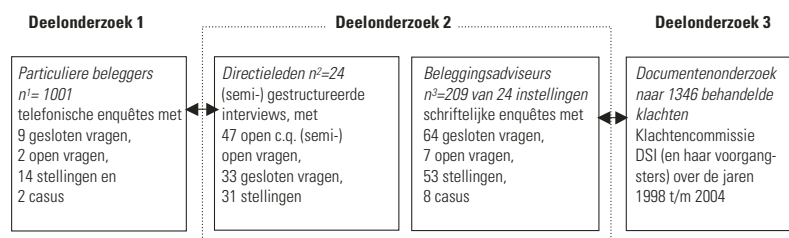
Uit de fase waarin het beleggingsadvies momenteel verkeert, waarbij de ‘traditionele adviespraktijk’ recent in aanraking is gebracht met nieuwe regelgeving, komt een nieuwe vorm van dienstverlening voort waarbij deze regelgeving als het ware is opgenomen in de dienstverlening (fase 3). Om in kaart te brengen hoe de financiële instellingen (directies en beleggingsadviseurs) omgaan met de nieuwe regelgeving, zijn enquêtes uitgezet onder beleggingsadviseurs en interviews met directieleden afgenomen. Ook de visie van de particuliere belegger op de regelgeving is geanalyseerd. Hiertoe zijn telefonische interviews gehouden. Deze drie onderzoeksvormen zijn niet alleen ingezet om de huidige situatie (‘Ist’-situatie) te analyseren. Op basis van de uitkomsten van de genoemde onderzoeken is tevens getracht transitieproces 2 van fase 2 naar fase 3 (‘Soll’-situatie), in kaart te brengen en te prediceren. Hiermee zijn subvragen 2, 3, 4 en 5 beantwoord. Schematisch kan de onderzoeksmethodiek als volgt weergegeven worden:



Figuur 1: Gehanteerde onderzoeksmethodologie

De theoretische beschouwing van het beleggingsadvies en de zorgplicht wordt ingevuld door drie onderdelen. De (beleggings)adviseur en het (beleggings)advies in het heden en het verleden worden in deel II beschreven. Het begrip ‘zorgplicht’ is op basis van een literatuurstudie nader aangeduid in deel III. Tot slot komt ‘professionalisme’ met de daarbij samengaan criteria in deel IV aan de orde. Ieder theoretisch onderdeel is op zijn beurt weer op basis van deeltheorieën beschreven.

Het empirisch onderzoek is onderverdeeld in drie deelonderzoeken en kan als volgt worden weergegeven:



*Figuur 2: Methodologie deelonderzoeken*

#### 1.4.1 Documentenonderzoek behandelde klachten door de Klachtencommissie DSI

Ter beantwoording van subvraag 1 is een documentenonderzoek uitgevoerd naar 1.346 door de Klachtencommissie DSI behandelde klachten.<sup>32</sup> Dit is gebeurd door gebruik te maken van de niet-geanonimiseerde uitspraken van de Klachtencommissie DSI over de jaren 1998 tot en met 2004. Normaliter worden de betrokken partijen bij een behandelde klacht niet openbaar gemaakt. Bij wijze van uitzondering heeft de Klachtencommissie DSI inzage gegeven in de namen van betrokken partijen. Het materiaal mocht alleen gebruikt worden ten behoeve van dit onderzoek en is onder strikte garantie van geheimhouding verstrekt. De identiteit van alle betrokkenen is uit de resultaten dan ook niet direct noch indirect herleidbaar. Doordat de niet-geanonimiseerde uitspraken op een aantal criteria konden worden geanalyseerd, is een aantal unieke<sup>33</sup> kwantitatief relevan-

<sup>32</sup> Via de internetsite [www.dsi.nl](http://www.dsi.nl) of met behulp van de CD-rom van NIBE-SVV zijn de geanonimiseerde uitspraken van de Klachtencommissie DSI voor derden in te zien. Door onbekende omstandigheden zijn 37 uitspraken verdeeld over diverse jaren niet beschikbaar bij het DSI.

<sup>33</sup> Voor zover bekend is niet eerder op kwantitatieve basis onderzoek verricht naar de zorgplicht binnen de effectenbranche in Nederland.

te gegevens verkregen. Zo was het mogelijk om analyses te maken naar de aard van de klachten in relatie tot de soort dienst en in hoeverre deze klachten voorkomen bij een bepaalde categorie financiële instelling. Het oordeel van de Klachtencommissie DSI wordt gebaseerd op omstandigheden en feiten die per zaak uniek zijn.<sup>34</sup> Ondanks dit gebrek aan homogeniteit in de aard van de klachten is het toch mogelijk de inhoud van de klacht op een aantal hoofdpunten te categoriseren. De klachten zijn op de volgende criteria onderzocht:

### **Categorie financiële instelling**

Per behandelde klacht is vastgesteld in hoeverre specifieke problemen zich voordoen bij een categorie financiële instelling. De verdeling is:

- categorie A: kleine financiële instellingen ( $\leq 10$  DSI-geregistreerde beleggingsadviseurs in dienst);
- categorie B: middelgrote financiële instellingen (11-50 DSI-geregistreerde beleggingsadviseurs in dienst);
- categorie C: grote financiële instellingen ( $\geq 51$  DSI-geregistreerde beleggingsadviseurs in dienst).

### **De aard van de dienst waar de behandelde klacht betrekking op heeft**

Van iedere behandelde klacht is bezien of de klacht betrekking heeft op discretionair vermogensbeheer, beleggingsadvies, *execution-only* of leaseproducten.<sup>35</sup> Weliswaar zijn in beginsel de definities van deze diensten van § 1.2 gebruikt, toch bleek in enkele gevallen dat deze definities niet toereikend waren om alle beschreven omstandigheden uit een klacht voldoende te identificeren. Er doen zich in de klachten situaties voor die afwijken van de genoemde omschrijving. Juridisch gezien lijkt er een aantal malen sprake te zijn van beleggingsadvies, terwijl er materieel sprake is van vermogensbeheer, aangezien de particuliere belegger akkoord ging met het uitvoeren van transacties zonder een (mondelinge) autorisatie. De beleggingsadviseur stemde hiermee in.<sup>36</sup> Dientengevolge lijken de regels ten aanzien van vermogensbeheer hierop van toepassing.<sup>37</sup> Bij de analyse van deze klachten is de zienswijze van de klachtencommissie overgenomen. In het uitzonderlijke geval dat er twijfel bestaat over de aard van de dienst waarop de klacht betrekking heeft en er geen duidelijkheid verkregen kon worden op basis van de geformuleerde klacht, verweer of uitspraak, is gekozen voor beide diensten.

<sup>34</sup> Daarbij dient vermeld te worden dat de Klachtencommissie DSI, in tegenstelling tot de burgerlijke rechter, geen motiveringsplicht heeft voor de wijze van de schadeberekening.

<sup>35</sup> Het betreft hier alleen effectenleaseproducten.

<sup>36</sup> Zie ook uitspraken KCB 1999-90 en 1998-36.

<sup>37</sup> Zie Loonen en Schonewille (2002: 98 e.v.).

In enkele gevallen leek een advies op een beleggingsadvies, maar betrof dit niet meer dan een (operationele) aanbeveling (bijvoorbeeld het advies een beursorder te limiteren in verband met beperkte omzetten op de effectenbeurs), een opinie (bijvoorbeeld het nagenoeg letterlijk mededelen wat het advies van de beleggingsanalist van de effecteninstelling is ten aanzien van een bepaald effect) of informatie (bijvoorbeeld het verstrekken van koersinformatie). In dit onderzoek is pas sprake van een beleggingsadvies zodra dit advies direct betrekking heeft op de persoonlijke financiële situatie of de effectenportefeuille van de particuliere belegger.<sup>38</sup> Of het beleggingsadvies wel of niet schriftelijk is vastgelegd, is niet van belang voor de analyse van de behandelde klachten van de Klachtencommissie DSI.

*Execution-only* wordt beschouwd als een dienst uitgevoerd door een effecteninstelling. Deze dienst heeft alleen het uitvoeren van een beursorder van de particuliere belegger op de financiële markten tot taak. Dit uitvoeren kan zowel telefonisch, schriftelijk als elektronisch geschieden. Het uitvoeren van een beursorder geschiedt alleen op aandragen van de particuliere belegger en kent zodoende geen reciproque karakter.<sup>39</sup> Indien sprake is van een directe menselijke interventie (meestal per telefoon) dan onthoudt de medewerker zich van ongevraagde of gevraagde adviezen omtrent de transactie of de effectenportefeuille van de particuliere belegger. Er wordt doorgaans alleen informatie gegeven over de marginverplichtingen, de bestedingsruimte, de uitvoering van een beursorder. Ook kan koersinformatie of anderszins openbare informatie verstrekt worden. Bij enkele financiële instellingen wordt het de medewerker van een *execution-only*-dienst toegestaan actief te adviseren in beleggingsfondsen die door de financiële instelling zijn uitgegeven of het doorgeven van de opinie van beleggingsanalisten (zie ook conclusies hoofdstuk 15).<sup>40</sup>

Voor de zuiverheid van de analyse is het wenselijk zoveel mogelijk intercategoriale uitwisselingen uit te sluiten. Er kunnen zich omstandigheden voordoen waarbij de klacht betrekking heeft op meer dan één dienst. Zo is het mogelijk dat een particuliere belegger een periode zijn vermogen in discretionair beheer heeft gegeven en later is overgestapt op beleggingsadvies. Daarnaast bestaat de

38 Door in de definitie het advies te koppelen aan de persoonlijke financiële situatie van de particuliere belegger óf de effectenportefeuille van de particuliere belegger wordt afgeweken van de definitie van 'advies' zoals beschreven in artikel 1b van de Wet financiële dienstverlening ("het aanbevelen van een of meer specifieke financiële producten aan een bepaalde consument").

39 Daarbij moet opgemerkt worden dat er internetbrokers zijn die automatisch gegenereerde aan- en verkoopadviezen per e-mail aan hun cliënten verzenden.

40 Zie ook Mok (2005: 18) die waarschuwt: "Wanneer, in een *execution-only*-relatie, de bank ingaat op verzoeken om raad, bijv. via een klantenservice, kan van een sluipende overgang naar een adviesrelatie sprake zijn."

mogelijkheid dat een particuliere belegger zijn orders doorgaf aan een beleggingsadviseur maar duidelijk geen prijs stelde op diens advies of opinie. In dat geval is er sprake van *execution-only*.

### De aard van de behandelde klachten

Er zijn drie aspecten gedefinieerd waaronder iedere operationele vorm van verantwoordelijkheid bij de effectendienstverlening grofweg gerangschikt kan worden:

- *Communicatieve aspecten*. Dit aspect wordt ook wel ‘interpretatieve of zachte verantwoordelijkheid’ genoemd. Volgens één van de betrokken partijen is er sprake van misverstanden, onjuistheden, onzorgvuldigheden in de interactie tussen twee of meer mensen en speelt dit aspect een evidente rol in de formulering van de klacht. Wordt de klacht (gedeeltelijk) gehonoreerd en een claim toegewezen, dan is het redelijk te veronderstellen dat de wijze waarop de financiële instelling of medewerker heeft gecommuniceerd, door de Klachtencommissie DSI als onvoldoende wordt beoordeeld.
- *Operationele aspecten* oftewel ‘contractuele verantwoordelijkheid’. Van dit aspect is sprake indien de behandelde klacht betrekking heeft op werkzaamheden/handelingen van het operationele effectenbedrijf. Gedacht kan worden aan het onjuist of te laat uitvoeren van beursorders, het niet goed verwerken van dividendbetalingen, het onjuist hanteren van valutakoersen en problemen met de marginverplichting. Onder dit aspect wordt niet de communicatie omtrent de contractuele verantwoordelijkheid geschaard. Het (gedeeltelijk) honoreren van een claim impliceert dat de financiële instelling volgens de Klachtencommissie DSI aansprakelijk is voor het verzaken van de operationele verantwoordelijkheden.
- *Beleggingstechnische aspecten*. Ook wel ‘professionele of beroepsmatige verantwoordelijkheid’ genoemd. Hiervan is sprake indien zich in de relatie tussen een financiële instelling of medewerker en een particuliere belegger problemen voordoen ten aanzien van de opbouw van een effectenportefeuille, het bezigen van het risicoprofiel, het *hedgen* van posities of het achterblijven van het resultaat van de beleggingen ten opzichte van een overeengekomen *benchmark*.<sup>41</sup> Deze aspecten hebben grotendeels betrekking op theoretische, beleggingstechnische aspecten en raken de ‘harde’ beroepsverantwoordelijkheid van de medewerker.

<sup>41</sup> Engels woord voor financiële meetlat: een ijkpunt, bijvoorbeeld een index of bepaalde staatslening, waartegen de prestaties van een bepaalde beleggingsportefeuille kunnen worden afgezet (*Het Financieel Woordenboek*, 2003: 47).



### Het gebruik van het cliënten- en/of risicoprofiel

In artikel 24b Besluit toezicht effectenverkeer 1995 is vastgelegd dat een effecteninstelling in het belang van haar cliënten kennis neemt van hun financiële positie, ervaring en beleggingsdoelstellingen, voor zover dit redelijkerwijs van belang is met het oog op het verrichten van haar diensten. De verplichting tot het doen van actief onderzoek ('het inwinnen van informatie') stamt uit de Nadere Regeling toezicht effectenverkeer 1999. Conform artikel 28 lid 1 van de Nadere Regeling toezicht effectenverkeer 2002 zijn de financiële instellingen verplicht om deze informatie schriftelijk of elektronisch vast te leggen.<sup>42</sup> Deze informatie wordt in de praktijk veelal vastgelegd in een cliëntenprofiel, waarbij een risicoprofiel nader inzicht geeft in de risicobereidheid van de particuliere belegger. Op basis van dit profiel dient de effectenportefeuille te worden ingevuld. Aangezien het documentenonderzoek voor het overgrote gedeelte betrekking heeft op de periode vóór het jaar 2002, kan de omschrijving van een risicoprofiel afwijken van de definitie zoals deze momenteel wordt gehanteerd. Zo zijn er gevallen waarbij weliswaar het woord 'risicoprofiel' niet wordt gebruikt, maar waar de omstandigheden wel zo zijn dat deze vergelijkbaar zijn met het gebruik van het huidige risicoprofiel. Denk hierbij aan een schriftelijke of mondelinge analyse van de persoonlijke financiële omstandigheden van een cliënt. Hierin kan even goed de risicobereidheid, de beleggingshorizon en beleggingservaring meegewogen zijn ten einde de particuliere belegger in een bepaald risicokader te plaatsen. Conform dit risicokader wordt de particuliere belegger geadviseerd of wordt het vermogen discretionair beheerd. Het risicoprofiel dient een rol te spelen in de formulering van de uiteindelijke klacht. Zo kan er niet belegd zijn conform het, al dan niet overeengekomen, profiel. Ook kan het profiel niet of onjuist zijn opgesteld.

### Pensioen betrokken in klacht en/of uitspraak

Binnen het onderzoek is nagegaan of bij een behandelde klacht aanspraak gemaakt wordt op het aspect 'pensioen' en in hoeverre de Klachtencommissie DSI de aanspraak op dit aspect honoreert. Zo is bezien in welke mate het woord 'pensioen' in de omschrijving van de klacht en/of uitspraak voorkomt. Ook zijn er omstandigheden die kunnen worden aangemerkt als 'pensioen'. Denk hierbij aan een 'aanvulling van het inkomen', 'een appeltje voor de dorst na de VUT' e.d. Deze zijn eveneens als 'pensioen' aangemerkt.

<sup>42</sup> Daarbij zij opgemerkt dat op 26 november 2002 een bericht in *Het Financieel Dagblad* verscheen dat de Autoriteit Financiële Markten na gesprekken met diverse financiële instellingen een jaar uitstel verleend heeft voor het opstellen en vastleggen van cliëntenprofielen. Dit is gebeurd vanwege de werkdruk die het naleven van deze nieuwe regel veroorzaakte voor deze financiële instellingen.

### Hybride producten en derivaten betrokken in de behandelde klacht

In het documentenonderzoek is gezien in hoeverre er geklaagd wordt over de handel in derivaten (opties en futures). Klachten over *Reverse Convertibles*,<sup>43</sup> garantieproducten en clickfondsen zijn separaat gezien. Van zowel de klachten over de handel in derivaten als in hybride producten is ook de toewijzing van de klacht onderzocht.

### De resultaten van het beleggen van belang bij de klacht en/of de uitspraak

In hoeverre is een klager van mening dat het rendement behaald op zijn effectenportefeuille lager is dan dat van een relevante *benchmark*? Zowel in de samenvatting van de klacht (die deel uitmaakt van de gepubliceerde uitspraak) als in de uitspraak zelf is dit onderzocht.

### De hoogte van de oorspronkelijke claim, het gemiddelde, de mediaan en de toewijzing

Voor de vaststelling van de oorspronkelijke claim wordt het bedrag genomen dat de particuliere belegger als uiteindelijke claim heeft verwoord (meestal het schadebedrag). De bedragen ter vergoeding van de juridische kosten en de te vergoeden rente zijn hierin niet meegenomen. De gemiddelde claim is berekend per onderzocht jaar, per categorie instelling en categorie dienst. De mediaan is vastgesteld om een middelste van de naar grootte gerangschikte waarnemingen vast te stellen. De uiteindelijke toewijzing van een claim door de Klachtencommissie DSI is geformuleerd als het bedrag dat toegewezen is als schadevergoeding exclusief de vergoeding voor de kosten van rechtsbijstand of rente.

Het is mogelijk dat een particuliere belegger de Klachtencommissie DSI verzoekt in goede justitie het schadebedrag vast te stellen. Wordt alsdan een bedrag toegewezen door de Klachtencommissie DSI, dan is de oorspronkelijke claim door de onderzoeker op hetzelfde bedrag gesteld. De toewijzing is dan 100%. Wordt daarentegen geen bedrag toegewezen, dan is de oorspronkelijke claim op nihil gesteld. Daarnaast doen zich situaties voor waarbij de Klachtencommissie DSI geen bedrag toewijst als vergoeding, maar aandelen toewijst of alsnog de uitvoering van een beursorder oplegt. Dit wordt gezien als een toewijzing van 100% of pro rata in het geval een claim uit meerdere bestanddelen bestaat. Tot deze groepering is gekozen omdat er anders statistische onjuistheden zouden optreden bij de analyse.

<sup>43</sup> Een beleggingsproduct bestaande uit een obligatie met een vaste coupon en een geschreven putoptie op een aandeel of een index.

### Aanvullende uitgangspunten

Voorts is er nog een aantal aanvullende uitgangspunten gehanteerd bij het analyseren van de uitspraken:

- vreemde valuta zijn tegen de koers van de datum dat de uitspraak is gedaan, omgerekend naar euro's;
- bij tripartiete-overeenkomsten zijn beide instellingen, indien deze ook beide aansprakelijk worden gehouden, meegenomen als betrokken instelling;
- non-specifieke klachten, waarbij de klager niet duidelijk in zijn klaagschrift verwoord op welke handelingen zijn beklag gebaseerd is, komen met name in de jaren 2003 en 2004 enkele malen voor; de claim is dan op nihil gesteld.

#### 1.4.2 Telefonische enquête onder particuliere beleggers

Om informatie te verkrijgen van een grote populatie is het gebruik van een (telefonische) enquête een zinvolle methode (Baarda, De Goede, 2001: 230-231). Bovendien geldt bij telefonische enquêtes als voordeel ten opzichte van *face-to-face* interviews, dat de respondenten minder de neiging hebben sociaal wenselijk te antwoorden (Judd, Harris, Hoyle, 2002: 104-105). De omvang van de groep particuliere beleggers in Nederland is geschikt voor deze onderzoeksmethode. De respondenten zijn verkregen uit een representatieve steekproef onder de Nederlandse particuliere beleggers.<sup>44</sup> Dit kunnen beleggers zijn die volledig zelfstandig beleggen, die dit via een beleggingsadviseur doen of die hun vermogen in beheer hebben gegeven. Er is naar een grote steekproef gestreefd om de gehele populatie zo goed mogelijk te vertegenwoordigen. Uiteindelijk zijn er  $n=1.001$  particuliere beleggers geënquêteerd. Alvorens daadwerkelijk de enquête uit te laten voeren, zijn de vragen getest op een selecte groep<sup>45</sup> om zo de reacties op de voorgelegde vragen te bezien. Nadat op basis van de uitkomsten van deze test enkele aanpassingen zijn doorgevoerd, zijn de finale vragen opgesteld. De gesprekken zijn in de periode maart, april en juni 2004<sup>46</sup> gevoerd door medewerkers van het marktonderzoeksbureau Millward Brown.

De telefonische enquête is in drie onderdelen uitgevoerd. Het eerste gestandaardiseerde deel van de enquête betreft vijf vragen en stellingen over het functioneren van de beleggingsadviseur. In het tweede gedeelte staan de zorgplicht en

<sup>44</sup> Millward Brown gaat ervan uit dat beleggen in principe een huishoudelijke aangelegenheid is. Daarom spreekt Millward Brown van 'beleggende huishoudens'. De telefonische interviews hebben plaatsgevonden met diegene binnen het huishouden die zich het meest met beleggingszaken bezighoudt.

<sup>45</sup> Twintig particuliere beleggers in Nederland. Deze maakten gebruik van de diensten vermogensbeheer, beleggingsadvies en/of *execution-only*.

<sup>46</sup> Deze spreiding in maanden is ontstaan doordat er aanvankelijk een onjuistheid is opgetreden in de routing van een aantal vragen. Na overleg tussen onderzoeker en Millward Brown is besloten om deze respondenten nogmaals telefonisch te benaderen en de resterende vragen voor te leggen.

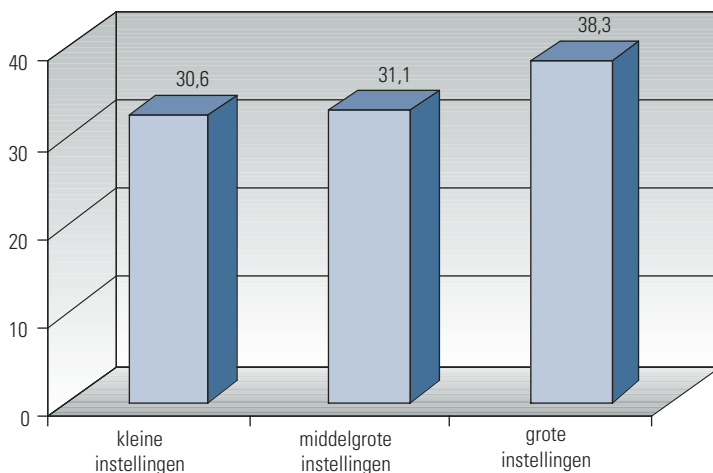
de regelgeving centraal. Met behulp van vier gesloten vragen en twee casus is bezien welke invloed de regelgeving volgens de particuliere belegger heeft op diens relatie met de beleggingsadviseur. In het derde gedeelte van de enquête zijn de respondenten veertien stellingen over de zorgplicht voorgelegd om zo additionele informatie te verkrijgen. Deze stellingen zijn ook als controlevragen ingezet. Niet alle vragen zijn aan de volledige steekproefpopulatie voorgelegd. Bij verschillende onderdelen is een routing aangebracht. Zo is het bijvoorbeeld zinloos om vragen over de kwaliteit van het beleggingsadvies te stellen aan respondenten die geen gebruik maken van de diensten van een beleggingsadviseur.

Binnen de respondentengroep zijn diverse variabelen aangebracht, zoals leeftijd, geslacht, hoogte van de genoten opleiding, grootte van de effectenportefeuille, aard van de beleggingen, beleggingshorizon en beleggingsgedrag. De crossings-variabelen zijn voorts getoetst op significantie, waarbij een betrouwbaarheidspercentage is gebruikt van 95%. De statistische verwerking van de resultaten van dit onderzoeksdeel heeft Millward Brown uitgevoerd.

#### 1.4.3 Interviews en enquêtes binnen de Nederlandse financiële instellingen

Doet men een onderzoek dat representatief moet zijn voor een bepaalde populatie (in dit geval de beleggingsadvisering in Nederland), dan moet de steekproef voldoende omvang hebben. Het eerste vraagstuk bij het empirische onderzoek was hoe een voldoende grote steekproef verkregen zou kunnen worden. Het benaderen van de directies van de financiële instellingen was niet complex. Maar hoe zouden de beleggingsadviseurs benaderd moeten worden? Het was mogelijk een benadering van onderaf te hanteren. Hiertoe zou het noodzakelijk zijn het adressenbestand van de DSI-geregistreerde (senior) beleggingsadviseurs te bemachtigen. Het Dutch Securities Institute is, vanzelfsprekend, niet gerechtigd om zijn adressenbestand van geregistreerden vrij te geven. Een andere methode om aan respondenten te komen is de zogenaamde 'sneeuwbalmethode' (Coleman, 1958: 28-36, Snijders, 1992: 59-70). Bij deze methode krijgt men via de ene geïnterviewde persoon de naam van een andere persoon. Deze methode kan tot een representatieve steekproef leiden, maar is minder geschikt voor dit onderzoek. Directieleden zouden onprettig verrast kunnen zijn indien hun medewerker, buiten hun medeweten om, mee zou werken aan een interview over de zorgplicht. Wellicht weigeren zij vervolgens medewerking. Alleen door zorgvuldig en open te communiceren over het doel en het belang van het onderzoek én de anonimiteit van de betrokkenen te waarborgen, was wantrouwen weg te nemen. Uiteindelijk zijn de beleggingsadviseurs op deze wijze benaderd.

Alle benaderde financiële instellingen bieden beleggingsadvies aan particuliere beleggers en zijn onderverdeeld in drie categorieën. Deze categorieën zijn opgesteld op basis van het aantal DSI-geregistreerde beleggingsadviseurs in dienst bij de desbetreffende instelling per 1 januari 2003. Zodoende ontstonden drie categorieën: kleine, middelgrote en grote instellingen. De categorie kleine instellingen had op genoemde datum  $\leq 10$  DSI-geregistreerde (senior) beleggingsadviseurs in dienst, de middelgrote instellingen tussen de 11-50 en de grote instellingen  $\geq 51$ . Het streven was om van iedere categorie tussen de 30% en 40% van de instellingen in het totaalonderzoek mee te laten wegen. Procentueel is de verdeling tussen de verschillende financiële instellingen als volgt:



*Figuur 3: Verdeling deelnemende financiële instellingen per categorie (in %)*

Er had ook een selectie kunnen worden gemaakt op basis van beheerd vermogen, aantal beleggingscliënten, aantal vestigingen etc. Aan de gehanteerde selectie kleeft namelijk een belangrijk nadeel. Er zijn financiële instellingen die de functiescheiding beleggingsadviseur en vermogensbeheerder niet kennen (zie § 12.3.2.2). Een vermogensbeheerder kan hierbij beleggingsadvies geven en een beleggingsadviseur beheert discretionair een effectenportefeuille van een particuliere belegger. Desalniettemin is niet voor de criteria 'beheerd vermogen' of 'aantal vestigen' of 'aantal cliënten' gekozen, omdat deze criteria het niet mogelijk maken een uitspraak te doen over het handelen van de beleggingsadviseurs die voor een bepaalde instelling werken. Zo zijn er instellingen die veel vermogen (met name *execution-only* cliënten) van cliënten in bewaring hebben, maar nauwelijks beleggingsadvies verstrekken.

#### 1.4.3.1 (Semi-)gestructureerde interviews met directieleden

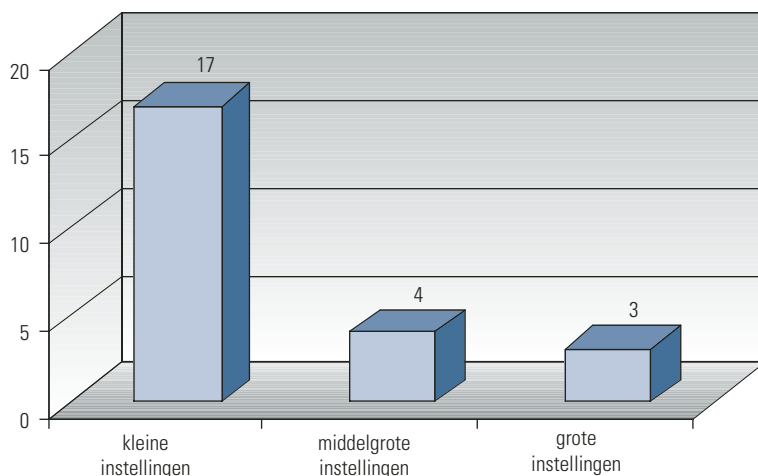
Er is een gestratificeerde steekproef genomen onder de DSI-aangesloten instellingen in Nederland. Het woord ‘gestratificeerde’ impliceert een selectie van een stratum of van strata. Er is echter gekozen om alleen op de grootte van de financiële instelling (welk gegeven eveneens als hoofdstratum gebruikt wordt voor de analyse van de behandelde klachten door de Klachtencommissie DSI) te selecteren. In totaal werden in januari 2004 drieëndertig Nederlandse financiële instellingen schriftelijk benaderd met het verzoek mee te werken aan dit onderzoek. Deze medewerking zou bestaan uit het afnemen van een interview met een directielid van het beleggingsadviesbedrijf en het schriftelijk enquêteren van een selecte groep beleggingsadviseurs die werkzaam zijn bij deze instelling. Drie van de benaderde instellingen wensten niet mee te werken. De redenen hiervoor waren divers. Eenmaal werd als reden aangevoerd geen belang te zien in het onderzoek en eenmaal gaf de betrokkene aan geen tijd te hebben. In één geval heeft het directielid van een financiële instelling ondanks herhaald verzoek niet gereageerd op terugbelverzoeken. De uiteindelijke response is als volgt:

Omschrijving categorie	
Kleine instellingen (≤ 10 beleggingsadviseurs) = categorie A	<b>26 DSI-aangesloten financiële instellingen benaderd</b> <ul style="list-style-type: none"> <li>• 3 instellingen weigerden medewerking (11,5%)</li> <li>• 6 instellingen kwamen niet in aanmerking voor medewerking aangezien zij alleen vermogensbeheer aanbieden (23%)</li> <li>• 17 instellingen namen deel (65%)</li> </ul>
Middelgrote instellingen (11-50 beleggingsadviseurs) = categorie B	<b>4 DSI-aangesloten financiële instellingen benaderd</b> <ul style="list-style-type: none"> <li>• 4 instellingen namen deel (100%)</li> </ul>
Grote instellingen (≥ 50 beleggingsadviseurs) = categorie C	<b>3 DSI-aangesloten financiële instellingen benaderd</b> <ul style="list-style-type: none"> <li>• 3 instellingen (100%) namen deel (waarvan één zowel vertegenwoordigers van hun retailbedrijf als van hun private banking lieten deelnemen)</li> </ul>

Tabel 1: Inzage response op verzoek tot deelname

Een week later zijn de contactpersonen van deze financiële instellingen telefonisch benaderd om een introductiegesprek te voeren. Gedurende dit gesprek is een presentatie gegeven over de aard en het doel van het onderzoek. Bij zes financiële instellingen bleek gedurende het gesprek (en in sommige gevallen reeds bij het eerste telefonisch contact) dat zij alleen vermogensbeheer voeren, ondanks het feit dat zij DSI-geregistreerde beleggingsadviseurs in dienst hebben. Deze instellingen hebben niet deelgenomen aan het onderzoek, aangezien zij geen beleggingsadvies conform de omschrijving genoemd in § 1.2.1 voeren en zo een ongewenste onzuiverheid in het onderzoek zouden bewerkstelligen (zie eerdere tabel 1).

Uiteindelijk zijn er zeventien directieleden van kleine, vier directieleden van middelgrote en vier directieleden van grote financiële instellingen geïnterviewd. De vierentwintig interviews hebben in mei en juni 2004 plaatsgevonden en hadden een gemiddelde duur van twee uur. Eenentwintig gesprekken vonden plaats bij de directieleden op kantoor. In drie gevallen heeft het gesprek op het kantoor van de onderzoeker plaatsgevonden, omdat het desbetreffende directielid zich op dat moment in Amsterdam bevond en de locatie van zijn instelling relatief ver weg van Amsterdam lag. De verdeling van het aantal gesprekken binnen de categorieën instellingen is als volgt:

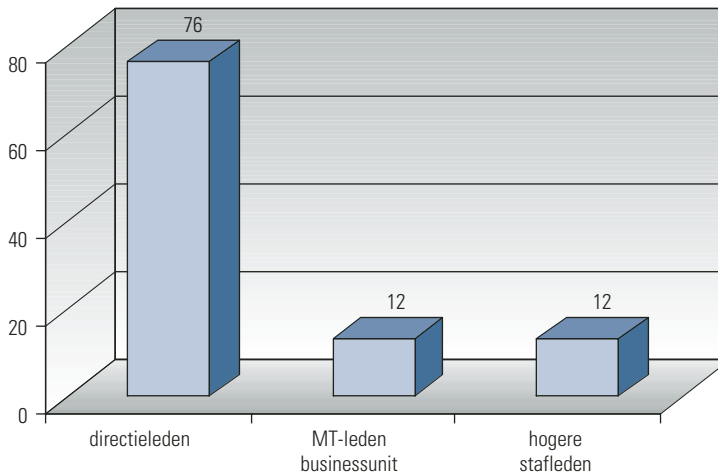


*Figuur 4: Verdeling van het aantal gesprekken naar grootte van de instelling (in absolute aantallen)*

De vijftientig personen met wie een interview is gehouden (één gesprek vond plaats met twee directieleden van één instelling) zijn allen hetzij directieleden van een financiële instelling, leden van het managementteam van de *business unit* effectenbedrijf of hogere stafleden (zoals *compliance officer*, *financial controller*, hoofd productmanagement of senior productmanager). Hierbij dient met name bij de grote financiële instellingen een onderscheid te worden gemaakt tussen het begrip 'directies' en 'raad van bestuur'. In geen enkel geval is met een lid van de raad van bestuur op holdingniveau gesproken. De directieleden van de grote financiële instellingen met wie gesproken is, zijn operationeel eindverantwoordelijk voor een *business unit* of een bedrijfsonderdeel waar beleggingsadvisering onder valt. Negen directieleden van kleine financiële instellingen zijn eveneens

## I Inleidend hoofdstuk en methodologie

grootaandeelhouder van de desbetreffende (kleine) financiële instelling. De verdeling van de deelnemers is procentueel als volgt:



*Figuur 5: Verdeling van de deelnemers aan de interviews naar functie binnen de organisatie (in %)*

Waarom zijn interviews als onderzoeksmethode gebruikt? Empirische analytici geven hieraan de voorkeur omdat deze techniek het meest valide en betrouwbaar zou zijn (Van Dijkum *et al.*, 1981: 102). Een niet gering probleem hierbij is of men via deze individuele ervaringen wel voldoende objectivering van het probleem bereikt. Daar komt bij dat deze individuele interviews door hun subjectief karakter sterk gekleurd worden door de *respondent bias*.<sup>47</sup> Om deze bias zoveel mogelijk te vermijden stelt Cobbenhagen (1999: 82-83) vier maatregelen voor: 1) de vragen worden zoveel mogelijk in concrete, gangbare bewoordingen geformuleerd, 2) trachten zo exact mogelijk te formuleren, 3) diverse bronnen (niet alleen bijvoorbeeld directieleden, AL) en 4) gebruik diverse onderzoekstechnieken. Deze vier maatregelen zijn toegepast in dit onderzoek. De vragen voor de directieleden en de beleggingsadviseurs zijn in voor hen gangbaar taalgebruik gesteld. Ditzelfde geldt voor de particuliere beleggers. Daarbij is de vraag concreet gemaakt en in sommige gevallen zijn cases gebruikt ter verduidelijking. Naast beleggingsadviseurs zijn er ook andere bronnen aangeboord: directieleden en particuliere beleggers. Tot slot is in dit onderzoek gebruik gemaakt van drie

<sup>47</sup> Ook wel 'onderrapportering' genaamd.



onderzoekstechnieken: interviews, enquêtes en documentenonderzoek. De interviews zijn voorafgegaan door een kleinschalige projectopdracht, die is uitgevoerd door vier studenten.<sup>48</sup> Naast het verkrijgen van directe onderzoeksresultaten had deze projectopdracht een ander doel: informatie verkrijgen over de wijze waarop en voorwaarden waaronder de directieleden van de financiële instellingen bereid waren te participeren aan een onderzoek met het onderwerp 'zorgplicht'. Hieruit bleek dat vrijwel alle directieleden alleen op basis van anonimiteit wilden meewerken.

De interviews<sup>49</sup> zijn afgenomen bij personen uit de financiële wereld van wie verondersteld mag worden dat zij invloed hebben op en goed geïnformeerd zijn over hun organisatie. Tijdens de gesprekken werd duidelijk dat het belangrijk was te demonstreren dat een wetenschappelijke aanpak van het vraagstuk ten aanzien van het effect van de zorgplicht ook concrete en waardevolle inzichten zou opleveren voor de financiële sector. Om dieper op bepaalde antwoorden te kunnen ingaan is een groot gedeelte van de interviews kwalitatief ingericht. Zodoende was het mogelijk voor de onderzoeker om additionele vragen te stellen indien een antwoord voor hem niet geheel duidelijk was of als er mogelijk nog interessante informatie achter het antwoord verscholen lag. Hierbij werd geregeld voor 'advocaat van de duivel' gespeeld, waardoor in een (semi-)gestructureerde omgeving de geïnterviewde weloverwogen kon worden geconfronteerd met argumenten van opponenten (zie ook Schatzmann, Strauss, 1973: 81 over 'The Devil's Advocate Question'). Voorwaarde voor deze vorm van interviewen is dat de onderzoeker wordt verondersteld veel (voor)kennis te hebben over het onderwerp. De (semi-)gestructureerde open vragen zijn vervolgens kwalitatief verwerkt.

Een gedeelte van dit onderzoek is echter kwantitatief van aard. Hier zijn de respondenten drieëndertig gesloten vragen en eenendertig stellingen voorgelegd. Door vergelijkbare stellingen ook aan particuliere beleggers en beleggingsadviseurs voor te leggen, was het mogelijk om onderlinge vergelijkingen te maken. Bij sommige (semi-)gestructureerde open vragen is ervoor gekozen om te werken met antwoordkaarten (zie bijlage 6) om te voorkomen dat de onderzoeker zou

48 Dit project vond onder leiding van de onderzoeker plaats in oktober 2002 als onderdeel van een opdracht uitgevoerd aan de Erasmus Universiteit Rotterdam. De projectopdracht richtte zich op de zorgplicht binnen de effectenbranche en kende twee onderdelen: deskresearch bestaande uit een globale vergelijkende analyse van de wetgeving die van toepassing is op de zorgplicht van beleggingsadviseurs in de Verenigde Staten, het Verenigd Koninkrijk en Nederland en een veldonderzoek, waarbij directieleden van acht financiële instellingen werden benaderd voor deelname aan een semi-gestructureerd interview.

49 In de literatuur worden deze ook wel 'elite-interviews' genoemd (zie over 'elitevertekening': Baarda *et al.*, 2005: 152, 212).

## I Inleidend hoofdstuk en methodologie

sturen in de antwoorden. Hierbij stelde de onderzoeker de vraag en overhandigde vervolgens een geplastificeerde kaart met een overzicht van de antwoorden. De respondent werd vervolgens gevraagd uit de gepresenteerde antwoorden te kiezen. Bij de kwantitatieve analyse is een betrouwbaarheidspercentage gebruikt van 95%.

### 1.4.3.2 Schriftelijke enquête onder beleggingsadviseurs

Er zijn 272 beleggingsadviseurs, verdeeld over 24 instellingen, benaderd met behulp van schriftelijke enquêtes. Uiteindelijk hebben 209 beleggingsadviseurs deze enquête ingevuld en teruggezonden, hetgeen op een response van 77% neerkomt. Aan het uitzetten van enquêtes onder een grote diverse groep kleefte een nadeel. De praktische toepasbaarheid kan gezien de grote variëteit van de respondenten beperkt zijn (Van Oostrum, 2002: 214). De financiële instellingen kennen vaak hun specifieke aanpak in het geven van beleggingsadvies. Zo blijken er instellingen te zijn die zowel het beheer als het advies laten uitvoeren door dezelfde medewerker, terwijl dit verschillende werkzaamheden zijn en twee verschillende DSI-registraties vereist. Dit potentiële probleem is niet te onderwerpen.

Met de schriftelijke enquête onder beleggingsadviseurs is onder andere getracht een morele zelfblauwdruk (Huberts *et al.*, 2002: 47) van de financiële instelling en de hier werkzame beleggingsadviseur te vervaardigen. Doel hiervan is om inzicht te krijgen in de grootste gemene deler van het functioneren van de beleggingsadviseur. Hierbij zijn inhoudelijke verbanden vastgesteld tussen de belangen van de particuliere belegger, de financiële instelling en de beleggingsadviseur. Tevens is inzicht verkregen in de wijze waarop beleggingsadviseurs omgaan met de zorgplicht en zijn eventuele beroepsparadigma's vastgesteld (zie bijv. § 9.1.3.6). Alvorens daadwerkelijk de enquêtes te verzenden naar de *at random* geselecteerde beleggingsadviseurs, is er een pretest of proefafname uitgevoerd onder tien beleggingsadviseurs.<sup>50</sup> Nadat enkele wijzigingen in de enquêtes zijn doorgevoerd, zijn deze verzonden. De geretournerde enquêtes zijn verwerkt in SPSS.<sup>51</sup> Vervolgens zijn op drie criteria crossvariabele analyses gemaakt. Deze criteria zijn:

- grootte van de financiële instelling;
- de beleggingsadviseur heeft kinderen;
- de beleggingsadviseur werkt in de randstad of buiten de randstad.

<sup>50</sup> Verdeeld over een middelgrote en een grote financiële instelling.

<sup>51</sup> SPSS (Statistical Package for the Social Sciences) is een statistisch analyseprogramma.

De grootte van de financiële instelling kan worden beschouwd als hoofdcriterium. Het is interessant om te bezien of de grootte van de instelling tot onderlinge verschillen leidt in de financiële sector. Voor de laatste twee criteria is gekozen, omdat de onderzoeker vermoedt dat het hebben van kinderen mogelijk tot een groter verantwoordelijkheidsbesef leidt en het werken buiten de randstad wellicht voor een langduriger en een intensiever klantcontact staat. Resultaten op deze laatste twee criteria zijn alleen gerapporteerd indien er sprake is van significante verschillen. Zoals later zal blijken is dit nauwelijks het geval. Voor alle kwantitatieve analyses is eveneens een betrouwbaarheidspercentage gebruikt van 95%.

#### 1.4.4 Gevolgde procedures

##### Selectie deelnemers

Op basis van een lijst van DSI-aangesloten instellingen is een selectie van potentieel deelnemende instellingen gemaakt. Hierbij is een preselectie gemaakt naar het aantal (senior) beleggingsadviseurs in dienst per 1 januari 2003. Na het benaderen van de directies van de financiële instellingen is tijdens het introductiegesprek de lijst met namen van DSI-geregistreerde beleggingsadviseurs per 1 januari 2003 doorgenomen. Bij veel financiële instellingen bleek deze lijst door een reorganisatie of natuurlijk verloop sterk verouderd te zijn. Vervolgens zijn de enquêtes via de directies aan de *at random* geselecteerde beleggingsadviseurs toegezonden. Het *at random* selecteren is gedaan om te voorkomen dat deelnemende instellingen een hand zouden kunnen hebben in het selecteren van de 'beter' beleggingsadviseur als respondent. Dit zou met name kunnen spelen bij de grote en de middelgrote financiële instellingen. Zij hebben immers meer adviseurs in dienst dan dat er geselecteerd werden voor deelname aan dit onderzoek. Er is getracht dit probleem te ondervangen door, op basis van een gecorrigeerde adviseurslijst, een *random sampling* toe te passen. Met behulp van een respondentenverklaring verklaarde de contactpersoon van de financiële instelling dat de enquêtes ook daadwerkelijk zijn uitgereikt aan de geselecteerde personen en dat zij de mogelijkheid kregen om de enquête anoniem in te vullen.

##### Waarborging anonimiteit deelnemende instellingen

Bij aanvang van de interviews is aangegeven dat alle verkregen informatie anoniem zou worden behandeld. De naam van zowel de instelling als van het directielid is direct noch indirect te herleiden. Zodoende werd de mogelijkheid geboden om open en eerlijk te antwoorden. Om deze openheid en eerlijkheid te bevorderen is er bewust voor gekozen om de interviews niet op band op te nemen, maar de reacties te noteren.

## I Inleidend hoofdstuk en methodologie

Alle directieleden kregen een aantal weken voorafgaand aan de deelname een geheimhoudingsverklaring toegezonden, waarin de onderzoeker volledige anonimiteit garandeerde (zie bijlage 4). Tegelijkertijd is hierin vastgelegd dat promotor prof. mr. C.E. du Perron, als toenmalige vice-voorzitter van de Klachtencommissie DSI, uitsluitend inzage zou krijgen in de anonieme versie van het onderzoek. Promotor prof. drs. J.W. Ganzevoort heeft daarentegen de onderliggende (niet-anonieme) data mogen beoordelen. Eén financiële instelling verlangde een aanvullende geheimhoudingsverklaring. Hierin is vastgelegd dat J.W. Ganzevoort, die op dat moment lid was van de Raad van Commissarissen van een financiële instelling, geen inzage zou krijgen in de onderliggende data van eerstgenoemde grote financiële instelling vanwege concurrentie-overwegingen. Aan dit verzoek is voldaan.

### Waarborging anonimiteit deelnemende beleggingsadviseurs

Doordat de respondenten via directieleden van de financiële instellingen verkregen zijn, liep de onderzoeker het risico dat er wantrouwend gereageerd wordt op het onderzoek. De onderzoeker zou immers door de directie gezonden zijn. Om dit te voorkomen zijn er twee maatregelen getroffen. Bij de enquête ontving de beleggingsadviseur een schrijven van de universiteit waarin de onderzoeker uitleg gaf over de te volgen procedure en verzekerde dat de enquête volstrekt anoniem zou worden behandeld (zie bijlage 2). In enkele gevallen had ook de werkgever een schrijven bijgevoegd om te melden dat de enquête anoniem zou worden behandeld en dat medewerking van groot belang was. Daarnaast hebben alle directieleden van de financiële instellingen in een zogenaamde ‘respondent-verklaring’ bevestigd dat alle enquêtes naar de door de onderzoeker *at random* geselecteerde medewerkers zijn gezonden en dat de informatie uit de enquêtes alleen ten behoeve van het onderzoek zou worden ingezet (zie bijlage 7).

### Terugkoppeling informatie

De uit de enquête verkregen informatie is geanalyseerd en in alle gevallen door een individueel rapport teruggekoppeld aan de directieleden van de deelnemende instellingen. Hierin werd het resultaat van de instelling afgezet tegen een *benchmark*, het ongewogen gemiddelde van alle deelnemende financiële instellingen.

## 1.4.5 Kritische beschouwingen

### De rol van de onderzoeker

Een onderzoeker is verplicht zijn rol *a posteriori* nader te motiveren om mogelijke subjectiviteit zoveel mogelijk te objectiveren (Van Dijkum *et al.*, 1981: 71).

Met name gezien de kans op vertekende resultaten als gevolg van een eigen ontwikkelde bias (Copenhagen, 1999: 82). Toch dient de wens om te objectiveren niet al te letterlijk genomen te worden. Praktijkbeoefenaars kunnen moeilijk waardenneutraal zijn bij het bezigen van hun praktijkparadigma's. De vraag is of dit alleen van toepassing is op praktijkbeoefenaars of ook op onderzoekers die niet direct verbonden zijn aan de praktijk. Berger (1974: 206) is van mening dat een onderzoeker, ongeacht diens afkomst, deze objectiviteit niet kan waarmaken; hij pretendeert in het algemeen objectief te zijn, de praxis leert echter dat onderzoek vaak een subjectieve bezigheid is. Ten opzichte van de klassieke empirisch-analytische kwaliteitseisen, zoals objectiviteit, validiteit, betrouwbaarheid en generaliseerbaarheid, noemt Moser (1975: 123-124) andere kwaliteitseisen. Zo dient het onderzoeksproces transparant te zijn en door de leden van de groep waarop men zich richt, geverifieerd te kunnen worden. Voorts dient het onderzoeksproces met zijn doelen en methoden verenigbaar te zijn en mag de onderzoeker de informatie niet vervormen. Deze kwaliteitseisen passen bij de kenmerken van dit onderzoek.

Gezien het onderwerp van dit proefschrift en de positie van de onderzoeker kan een beroepsdeformatieve kleuring niet geheel vermeden worden. Desalniettemin hoeft het deelnemen aan de praxis niet per definitie op onoverkomelijke problemen te stuiten. Sommige wetenschappers, zoals Van Dijkum *et al.* (1981: 71), stellen dat een onderzoeker minimaal op een of andere wijze ervaring moet hebben met het probleem en zich gedeeltelijk moet kunnen identificeren met de betrokkenen in het veld.<sup>52</sup> Juist macht en (dwangmatige) keuzen kunnen een grote invloed hebben op de onafhankelijkheid van dit onderzoek. Er mag echter van beroepsbeoefenaren verwacht worden dat zij waardebewust zijn. Ook zouden zij, gezien hun achtergrond, andere waarden kunnen inbrengen in een onderzoek. In dit verband kan gedacht worden aan het snel benoemen en doorgronden van beroepsspecifieke paradigma's. Ook een grote mate van zorgvuldigheid en betrokkenheid kunnen als toegevoegde waarden genoemd worden. Boelsma en Hak (1979: 115-118) hebben aangetoond dat objectiviteit verenigd kan worden met partijdigheid. Volgens hen wekken partijdige onderzoekers eerder het vertrouwen van de respondenten en krijgen daardoor informatie die anders zou zijn achtergehouden. Met name bij het benaderen van een financiële instelling en het uitvoeren van de (semi-)gestructureerde interviews, bleek deze houding ook daadwerkelijk goed van pas te komen.

<sup>52</sup> Zie ook Argyris (1970: 222-223) en Berger (1974: 46).

### Gehanteerde methode

Afgezien van de kritische kanttekening over de positie van de onderzoeker als praktijkbeoefenaar zijn er kritische beschouwingen over de gehanteerde onderzoeksmethode. Zo is er een aantal bedreigingen voor de constructvaliditeit te benoemen. Gezien de eerder genoemde positie van de onderzoeker bestaat de mogelijkheid dat de deelnemers aan het onderzoek gevolgtrekkingen afleiden uit de onderzoeksomgeving. Mogelijke wensen of verwachtingen van de zijde van de onderzoeker zouden hierdoor het gedrag van de deelnemers kunnen beïnvloeden. Aan de andere kant zouden zich cognitieve of emotionele blokkades bij de deelnemers kunnen voordoen bij bijvoorbeeld morele vraagstukken. Hiermee loopt de onderzoeker niet alleen het risico dat er geen respons komt, maar ernstiger, dat er *respondent bias* optreedt. Dit risico is reëel, aangezien niet alleen vragen over zorgplicht op onderneming- of sectorniveau worden gesteld, maar ook op individueel niveau. De respondenten kunnen zich sociaal wenselijk opstellen bij het beantwoorden van de vragen en zich zo beter voordoen dan ze feitelijk zijn. Ook zouden de antwoorden strategisch van aard kunnen zijn. Een gegarandeerde anonimiteit van de respondenten en diens werkgever heeft dit mogelijk niet altijd voorkomen.

Tevens zijn er kritische kanttekeningen te plaatsen bij het uitgevoerde documentenonderzoek. Zo zijn alleen die uitspraken die behandeld zijn door de Klachtencommissie DSI geanalyseerd. Niet-ontvankelijke en ingetrokken klachten en schikkingen zijn niet meegenomen in deze analyse. Daarnaast is de jurisprudentie van de burgerlijke rechter, waar eveneens uitspraken worden gedaan over effectenrechtelijke aangelegenheden, niet onderzocht. Hiertoe is besloten omdat de publicatie van rechterlijke uitspraken selectief<sup>53</sup> gebeurt en daarom een minder geschikte bron vormt voor een (volledige) kwantitatieve analyse over een reeks van onderzoeksjaren.

### Financiering van het onderzoek

Om dit onderzoek te bekostigen zijn er externe sponsors aangetrokken. Op deze wijze was het mogelijk om een eigen onderzoeksplan te volgen. Externe sponsoring kent ook een keerzijde. Zo kan de onafhankelijkheid ter discussie komen te staan. Zeker in het geval de sponsors direct belang hebben bij de uitkomsten van het onderzoek. En de meeste sponsors (Dutch Securities Institute, Nederlandse Vereniging van Banken, Ernst & Young Financial Services en Vereniging van Vermogensbeheerders) hebben dit ook. Het DSI, de NVB en

---

53 Zie voor de selectiecriteria van de uitspraken: [www.rechtspraak.nl](http://www.rechtspraak.nl).

de Vereniging van Vermogensbeheerders hebben belang bij een positieve beeldvorming van de branche. Ernst & Young Financial Services zou wellicht de onderzoeksresultaten willen inzetten voor het verkrijgen van nieuwe cliënten binnen haar adviespraktijk. Als zodanig is hier weinig op tegen. Pas zodra de sponsors direct of indirect invloed kunnen of willen uitoefenen op de wijze van onderzoek en het verwoorden van de onderzoeksresultaten, ontstaat een gevaar. Dit is ondervangen door de promotoren te betrekken bij de inhoud van het sponsorcontract met Ernst & Young Financial Services (als hoofdsponsor). Met name de onafhankelijke positie van de onderzoeker is kritisch bezien. Afgezien van het geven van een aantal presentaties, heeft Ernst & Young dan ook geen tegenprestatie verlangd. Het Dutch Securities Institute, de Nederlandse Vereniging van Banken, en de Vereniging van Vermogensbeheerders hebben aangegeven alleen prijs te stellen op het rapport zodra de resultaten definitief en openbaar zijn. Holland Van Gijzen Advocaten en Notarissen hebben belangeloos een stagiaire beschikbaar gesteld om ondersteuning te verlenen bij het documentenonderzoek. De werkgever van de onderzoeker heeft werktijd ter beschikking gesteld voor het vervaardigen van dit proefschrift. Hiertegenover zijn geen eisen gesteld of restricties opgelegd. De stichting Organisatie van Effectenhandelaren te Rotterdam, de stichting De Korintiërs en stichting Vereniging van de Effectenhandel zijn charitatieve instellingen die op deelgebieden als sponsor zijn opgetreden. Ook zij stelden geen inhoudelijke eisen. Millward Brown heeft ten aanzien van de telefonische enquête onder particuliere beleggers gedeeltelijk haar medewerking belangeloos gegeven. Voor een aantal vragen is een commercieel tarief berekend. In geen enkel geval is dit proefschrift aan een sponsor ter beoordeling of ter inzage voorgelegd.





## II Het beleggingsadvies, de beleggingsadviseur en de financiële instelling

## 2 Het beleggingsadvies en de zorgplicht: een kort historisch overzicht

### 2.1 Inleiding

In dit hoofdstuk wordt nader ingegaan op de rol van de beleggingsadviseur in het verleden. Allereerst is een korte beschrijving gegeven van de ontwikkeling van de effectenbranche (§ 2.2.1). De rol die de beleggingsadviseur (toen make-laar, commissionair of bankier genaamd) vanaf de negentiende eeuw speelde op de Nederlandse financiële markt, wordt in § 2.2.2 beschreven. Eveneens is er aandacht voor de geschiedenis van de zorgplicht, die op de commissionair of bankier rustte (§ 2.2.3).

### 2.2 Het beleggingsadvies en de zorgplicht

#### 2.2.1 Inleiding tot de ontwikkeling van de effectenbranche

Alhoewel het mogelijk was om vanaf het begin van de zeventiende eeuw in effecten te handelen op de Amsterdamse Effectenbeurs,<sup>54</sup> is ervoor gekozen om in dit hoofdstuk de nadruk te leggen op de periode vanaf 1860. Tot omstreeks 1860 bestond er een beperkt aantal firma's die zich in hoofdzaak bezig hielden met de handel in effecten; van bankbedrijven was in Nederland eigenlijk geen sprake (Kymmel, 1992: 19). Tot dat moment hielden zich, als vanouds, handels-firma's met bankzaken bezig, terwijl kassiers gelden van cliënten beheerden (Van Tijn, Zappey, 1977: 253). Na 1860 trad er, onder invloed van het toenemende effectenbezit onder de Nederlandse bevolking, een groei op van het aantal effecten-firma's. Het financiële stelsel is daarbij te onderscheiden in een geld- en kredietbedrijf en een effectenbedrijf (Kymmel, 1992: 19). Het geld- en kredietbedrijf

<sup>54</sup> Zie over de handel in actiën van de V.O.C., Van Dillen, 1970: 126.

had betrekking op het afwikkelen van betalingsverkeer, de geld- en wisselhandel en zakelijke kredietverlening. Voor het verlenen van krediet was er wel een bankinstelling: De Nederlandsche Bank. De overige financieringsvormen waren zo uiteenlopend dat de geld- en kapitaalmarkt naadloos in elkaar overliepen (Jonker, 1996: 333). Daarentegen omvatte het effectenbedrijf de aan- en verkopen van effecten ter beurse in opdracht van zijn cliënten of voor de eigen rekening. Naast de aan- en verkopen hield het effectenbedrijf zich bezig met het verlenen van krediet op onderpand van effecten en het emissiebedrijf. Het eerder genoemde geld- en kredietbedrijf werd uitgevoerd door zogenaamde 'kassiers': een professie met als primaire taak het bewaren van de kas van de cliënten, het daarbij behorende incasseren van vorderingen en het betalen van hun schulden. Daarnaast wisselden deze kassiers geld, specie tegen bankpapier en omgekeerd. Krediet werd aan kooplieden, handelshuizen en industriële ondernemingen verleend. Dit gebeurde in de vorm van een voorschot, een belening of door wissels, welke vorderingen op afnemers betreffen, van deze cliënten te kopen.

Een eerste aanzet tot organisatie in de effectensector is ingezet door de vorming van het Collegie tot Nut des Obligatiehandels (1789). Dit Collegie, later Beurszigt of Societeit genaamd, hield zich bezig met het publiceren van koersen. In het begin van de jaren 1830 kwam er in toenemende mate kritiek op dit publiceren. Niet zelden had de notering alleen een nominaal karakter en kwam misbruik veel voor. De problemen met de notering zorgden ervoor dat een aantal leden uit de Societeit stapte en in 1833 de Nieuwe Handel-Societeit oprichtte. Hier werd ook een eigen koers opgemaakt, waardoor er ter beurse twee noteringswijzen ontstonden. Het beurswezen nam qua omvang vanaf de tweede helft van de negentiende eeuw sterk toe. Dit blijkt onder andere uit het aantal beursfondsen dat steeg van 95 in 1860 naar 1796 in 1914 (Geljon, 2005: 184). Om een verbetering in de koersnotering der fondsen te bewerkstelligen, werd in 1857 de noteringswijze van de Nieuwe Handel-Societeit algemeen aanvaard. In 1856 sloegen het Collegie en de Nieuwe Handel-Societeit de handen ineen en vormden het Algemeen Beurs-Comité voor Publieke Fondsen. Een jaar later werd dit het Algemeen Beurs-Comité. Het Comité kreeg eveneens een zekere regulerende taak teneinde de orde en regelmatigheid in de effectenhandel te bevorderen (De Vries 1976: 46-48). De organisatie van de effectenhandel was daarmee weliswaar vernieuwd, maar nog niet volledig gevormd. Er bestonden twee lichamen naast elkaar: het Algemeen Beurs-Comité voor de Publieke Fondsen en de Effecten-Societeit, opgericht door het Algemeen Beurs-Comité. Het Comité zelf kon weinig uitrichten, daar het geen leden had. Het toelaten van nieuwe leden en het royeren van leden werd door de Effecten-Societeit gedaan. Dit verschil

## II Het beleggingsadvies, de beleggingsadviseur en de financiële instelling

leidde al snel tot spanningen. In 1876 werd de Vereeniging voor den Effectenhandel opgericht. De werkzaamheden, die blijken uit de statuten van 5 juni 1876, bestonden uit o.a. 'het beslechten van geschillen tussen de leden' en 'het optreden voor de rechten en belangen van de houders van fondsen'(zie ook § 2.2.3).

Hiermee werd de basis gelegd voor het instellen van een officiële markt, waartoe alleen de leden van de Vereeniging toegang hadden. Op 1 maart 1877 trad het Reglement voor den Effectenhandel in werking (De Vries, 1976: 78). Niet alleen is de beurshandel hierin gereglementeerd, maar er werden ook voorzieningen getroffen om te voorkomen dat "minder gewenschte personen aan den handel deelnamen." Zo wordt er een uitleg gegeven over het begrip 'ongewenste personen': "De ervaring opgedaan met het handelen met personen, die niet aan de reglementen gebonden waren en van wie men niet zeker was dat zij hunne verplichtingen uit den koop of verkoop van effecten zouden nakomen, had geleerd dat vrij handelen op een voor een ieder toegankelijke beurs hoogst ongewenscht was; menigmaal was het een commissionair, koopende voor een client, overkomen, dat hem werd 'aangelapt', d.w.z. aan hem verkocht werd door een persoon, die, wanneer de koers van het door verkochte effect na den dag van de transactie gestegen was, niet leverde en niet te vinden was; hijzelf de commissionair daarentegen was tegenover zijn client wiens order hij had uitgevoerd, gebonden. Allerlei mistoestanden waren ontstaan" (Van Lutterveld, 1933: 128). Voorzover bekend, was het de eerste keer dat er duidelijke eisen werden gesteld aan personen binnen een georganiseerde beurs. In een statutenwijziging in 1901 werden enkele nieuwe, verzwaarde, eisen gesteld aan toetreding (Geljon 2005: 166-167). Deze nieuwe eisen pasten in een tendens tot verdere professionalisering van de effectenhandel. Zo werd het entreegeld verhoogd van f 25 tot f 500. Bovendien moesten leden een waarborgsom, in geld of effecten, storten van f 600. De gewijzigde statuten stelden verder als eis dat nieuwe leden twee jaar in het bankiers- of effectenvak werkzaam dienden te zijn geweest, behalve wanneer men zich met een lid associeerde.

Het aantal leden op de beurs nam toe. Ook het beleggen onder particulieren nam in populariteit toe. Dit blijkt uit de waarde van het effectenbezit onder het publiek die explosief steeg van f 1.765 mln. in de jaren 1854-1857 tot ongeveer f 3.600 mln. in 1890. In het begin van de twintigste eeuw liep de waarde van het effectenbezit op van 6 miljard guldens in 1914 naar 15 miljard<sup>55</sup> guldens in 1935.

55 Van dit laatste bedrag was 5,7 miljard guldens in handen van de financiële instellingen (Van der Werf, 1988: 126).

Op initiatief van de provincialen werd in 1903 de Bond voor den Geld- en Effectenhandel in de Provincie<sup>56</sup> opgericht. Deze is opgericht om de belangen van provinciale banken en commissionairs te behartigen op het moment dat de Amsterdamse commissionairs op het punt stonden provisietaar te gaan invoeren die een nadelige uitwerking zouden hebben op de verdiensten van de provinciale banken en commissionairs (Van der Werf, 1988: 175). Eis om lid te worden was dat diegene die werkzaam was in de geld- en effectenhandel, dit als hoofdberoep deed. Zodoende trachtte men het notariaat<sup>57</sup> buiten spel te zetten. Deze krachtenbundeling leidde er mede toe dat de leden een redelijk deel van de provisie konden opeisen, die anders naar de Amsterdamse commissionairs zou zijn gegaan. De commissionairs in Amsterdam waren bereid hierin mee te gaan, omdat zij de (dreigende) opkomst van de banken op de effectenbeurs voorzagen. De banken namen hoe langer hoe meer orderstromen voor hun rekening en richtten speciale effectenafdelingen in om de particuliere belegger van advies te voorzien. Daarbij vestigden de grootbanken zich steeds vaker in de provincie, waardoor het aantal zelfstandige provinciale instellingen sinds 1916 begon af te nemen, mede daar een aantal banken opging in de Nationale Bankvereniging (een dochter van de Rotterdamsche Bankvereniging).

In de jaren twintig werd de financiële wereld getroffen door een bankencrisis. Weliswaar bevond de economie zich in een hausse, maar door een te sterke concentratie van de kredietverlening in bedrijfstakken die direct met de oorlog verbonden waren, raakten veel banken in de problemen. Uiteindelijk verdwenen tussen 1922 en 1927 liefst 62 banken. Na 1929 stortte de effectenhandel in. Het aantal commissionairs dat lid was van de Bond daalde aanzienlijk in de jaren dertig. Het Bondsbestuur liet de eis dat een lid de geld- en effectenhandel tot zijn hoofdbedrijf had gemaakt, varen en voerde een minimumomzet-eis in van f 80.000. Door deze maatregel ontstond een nieuwe soort commissionair, waardoor de samenstelling van de leden van de Bond aanzienlijk veranderde. De groenteboer en de steenkolenhandelaar gingen naast hun hoofdberoep ook wat in effecten handelen. Dat hiermee het niveau van de commissionair daalde, hoeft geen betoog. Om die reden werkte het Bondsbestuur mee aan het uitgeven van drie boekwerkjes genaamd: 'Woeker-planten in Neêrlands financiële tuinen'. Deze boekjes bevatten de namen van oplichters en zwendelaars in de effectenhandel en waarschuwden tegen de daarbij gebruikte methoden. Na 1935

<sup>56</sup> Later in deze paragraaf genaamd: de 'Bond'.

<sup>57</sup> Een bijzondere beroepsgroep, die de particuliere belegger van beleggingsadvies in de provincie voorzag, was het notariaat. Zij kregen bijvoorbeeld dezelfde plaatsingsprovisie van de hypotheekbanken als de kassiers voor het plaatsen van pandbrieven (Van der Werf, 1988: 93 e.v.).

## II Het beleggingsadvies, de beleggingsadviseur en de financiële instelling

werd in tien gevallen actie ondernomen tegen leden; driemaal werden leden geroeyeerd: eenmaal een lid dat speculeerde met het geld van zijn cliënten, eenmaal een lid dat onzorgvuldig met een emissie omging en een lid dat meer berekende dan de aankoopkoersen (Van der Werf 1988: 199).

In 1942 werd vanwege de verzwakking van de provinciale geld- en effectenhandel de Bond door de bezetter ontbonden.<sup>58</sup> Deze werd weer hersteld in 1947. Maar ook na de Tweede Wereldoorlog zette de afname van het aantal provinciale banken door. De oorzaak hiervan was de concurrentie van de grootbanken.<sup>59</sup> Maar ook de uitbreidingspolitiek van de boerenleenbanken buiten de agrarische sector en de opkomst van de spaarbanken speelden zeker een rol. Ondanks het feit dat het aantal leden van de Bond afnam, ontwikkelde de Bond een nieuwe taak: het controleren van haar leden. Om de zwakke plekken binnen de Bond te signaleren, werden leden vanaf september 1951 regelmatig gecontroleerd. Men stuitte op heel wat praktijken die niet geoorloofd waren, maar de Bond kon niet veel meer dan stevige intercollegiale gesprekken aangaan met deze leden. Dit bleek in de meeste gevallen afdoende om hen weer op het goede spoor te krijgen. Toch verloren 18 leden als gevolg van de controles van de Bond hun lidmaatschap, van wie de meeste leden onderdak bij andere instellingen vonden. In de meeste gevallen bleken de bedrijven met te weinig kapitaal te handelen of in het geheel geen zaken meer te doen. Van de 88 zaken die de Bond de eerste drie jaren onderzocht, bleken er 24 niet in orde te zijn. Van der Werf (1988: 251) noemde de oorzaken van deze problemen: “zorgeloosheid, waaghalzerij en onbenul gecombineerd met kwade kansen.” Bij de invoering van de Wet Toezicht Kredietwezen in 1952 vielen de kleine handelsbanken niet onder dit toezicht. In 1956 werd dit aangepast, maar de commissionairs die niet voldeden aan de omschrijving van de effectenkredietinstelling (EKI), bleven nog steeds buiten het toezichtskader. Dit zorgde in de praktijk voor veel problemen daar er geen behoorlijke interne controle was en geen functiescheiding was doorgevoerd. Het kwam bijvoorbeeld nog voor dat cliënten hun effecten in open bewaring gaven aan een commissionair, die deze op zijn beurt weer in onderpand gaf aan correspondenten in Amsterdam. Een commissionair die dit deed, beweerde dat hij hiertoe mondelinge toestemming had gekregen, terwijl de Bond een schriftelijke vastlegging eiste.

58 Het uitbreken van de Tweede Wereldoorlog had ook de sluiting van de effectenbeurs tot gevolg. Medio juli 1940 werd deze geopend voor een beperkt aantal fondsen. In september 1944 werd ze opnieuw gesloten.

59 In 1949 werd de Nederlandse Bankiersvereniging opgericht.

Uiteindelijk werd de sterk verzwakte Bond in 1974 opgeheven. In diezelfde tijd kwam het retailbedrijf van grootbanken verder tot ontwikkeling. In de jaren vijftig ontwikkelden de banken zich van geldscheppende instellingen steeds meer tot kapitaalmarktinstellingen, mede omdat de economieën opschoven van *bank based* (risico via de bankbalans) naar *market based* (buiten de bankbalans).<sup>60</sup> Vooral in het begin van de jaren zestig was de groei van de financiële sector spectaculair.<sup>61</sup> Voor de kleine zelfstandige commissionairs was nagenoeg geen plaats meer toen de (groot)banken zich met filialen in wijken en dorpen gingen vestigen. Wel bleven de commissionairs zich met name in Amsterdam manifesteren. Vele namen verdwenen in de loop van de tijd echter door fusies of overnames.

De activiteiten van het Nederlandse bankwezen veranderden vanaf het begin van de jaren tachtig. De hausse op de aandelenmarkten maakte de begeleiding van beursgangen en de handel in effecten voor banken lucratief. De opheffing in 1990 van het verbod tot het gecombineerd uitoefenen van het bank- en verzekeringsbedrijf maakte de introductie van het *bancassurance*-concept mogelijk. Hiermee trachtten de financiële instellingen integraal advies aan te bieden dat bestond uit spaardiensten, beleggen, lenen en verzekeren. Door de toegenomen concurrentie van de grootbanken, maar ook door de toenemende wet- en regelgeving nam het aantal zelfstandige vermogensbeheerders en commissionairs verder af. Ook de functie van de banken veranderde. Dankzij liberalisering en de verbeterde communicatietechniek, richtte het bankwezen zich in steeds toeneemende mate op de *risicotransformatiefunctie*. Al vonden steeds meer grote ondernemingen en beleggers elkaar rechtstreeks op de kapitaalmarkt, banken bleven onontbeerlijk als risicotransformator in de overdracht van besparingen naar investeringen.

### 2.2.2 De ontwikkeling van de beleggingsadvisering

Het zwaartepunt van de effectendienstverlening lag op het afhandelen, de betaling en levering, van fondsen. De kassiers waren vanouds gericht op het bewaren van gelden voor hun principalen en de stap naar het bewaren van waardevolle eigendommen voor derden was dan ook niet groot. Dit betreft in eerste aanleg de zogenaamde 'gesloten bewaring' (of bewaargeving). Omstreeks 1880 kwam een nieuwe vorm van bewaring in opkomst: de 'open bewaring',<sup>62</sup> waarbij de bank naast het louter bewaren nog andere verrichtingen op zich nam, zoals het verzil-

60 Deze ontwikkeling kreeg een impuls door de val van het bankiershuis Gebr. Teixeira de Mattos in 1966, waardoor er een vlucht van kapitaal van de kleine naar de grote banken op gang werd gebracht.

61 Het bankwezen was in de jaren 1963-1973 met 8% zelfs de snelst groeiende bedrijfstak van Nederland.

62 Dit kwam voor 1914 vrijwel uitsluitend voor bij de Nederlandsche Bank, niet bij effectenininstellingen (Geljon, 2005: 464).

## II Het beleggingsadvies, de beleggingsadviseur en de financiële instelling

veren van coupons en dividendbewijzen, het bijhouden van uitlotingen, het verzorgen van conversies en dergelijke. De introductie van de dienst vermogensbeheer vond pas na de Eerste Wereldoorlog plaats (Geljon, 2005: 423-426).

Eerder is melding gemaakt van een toenemende belangstelling aan het einde van de negentiende eeuw van de particulier voor het beleggen. Het effectenbedrijf bleek een bloeiende handel. Met name omdat de Nederlanders van oudsher vertrouwd waren met effecten<sup>63</sup> in combinatie met vaak een persoonlijke relatie met de commissionair of de bankier. Daarnaast was het gemakkelijk een effecten- of prolongatiekrediet te verkrijgen (Kymmel, 1992: 86). Merendeels kleine bedrijven richtten zich voornamelijk op de commissiehandel in effecten voor rekening van derden of voor eigen rekening (zie ook De Jong, 1967: 665-681). Veel particuliere beleggers kochten met geleend geld effecten of schreven in op een emissie in de verwachting deze effecten snel weer met winst te kunnen verkopen.<sup>64</sup> In de periode 1815 tot 1840 is het gemiddelde bedrag per jaar aan beleningen op effecten bij De Nederlandsche Bank bijna altijd hoger dan het gemiddelde bedrag aan disconteringen (Kymmel, 1992: 27). De belegger had in die tijd een voorkeur voor staatsobligaties. Daarnaast was de Nederlandse effectenbezitter al wat sneller geneigd om te speculeren.<sup>65</sup> De beleggingen in het jaar 1845 werden voor een groot gedeelte in Nederlandse staatsobligaties<sup>66</sup> gedaan. Na 1845 verviel deze mogelijkheid voor een gedeelte, omdat de Nederlandse overheid sinds de grote staatsschuldsanering in 1844 haar schuld terugbetaalde en er steeds meer buitenlandse beleggingen werden aangegaan.<sup>67</sup> Dit maakte de effectenhandel voor de commissionairs en de bankiers nog aantrekkelijker. Het aantal effectencliënten<sup>68</sup> bedroeg omstreeks 1860 zeker meer dan 100.000. Naast de genoemde kassiers kende men in Nederland de makelaars en de commissionairs in effecten.<sup>69</sup> Bij hen lag de nadruk op de handel in effecten. Er was echter een

63 Uit de samenstelling van de effectenportefeuilles in de nalatenschappen van tweehonderd vermogende Amsterdammers die tussen 1855 en 1875 zijn overleden, bleek dat bijna 60% van deze vermogens uit vrijwel uitsluitend obligaties bestond (De Vries, 1986: 199-214).

64 Dit wordt ook wel *agiotage* genoemd (Kymmel, 1992: 86).

65 Gespeculeerd werd veelal in obligaties. De koers van obligaties kon door politieke gebeurtenissen hevig schommelen. Daarbij konden de paniekreactions door gebrekkige communicatiemiddelen hevig zijn en dagen duren (Jaarverslag Kamer van Koophandel en Fabrieken te Amsterdam, 1862).

66 Deze werden rond 1860 ook het meest verhandeld op de Amsterdamse Effectenbeurs.

67 Overigens was de staatsschuldsanering in 1844 niet de enige oorzaak van het minder aantrekkelijk worden van staatsobligaties. Ook de rente die verkregen kon worden op buitenlandse obligaties, was veelal hoger dan die op Nederlandse obligaties.

68 Ook wel 'kapitalisten' genaamd.

69 Westerman (1905: 5) noemde ook de 'hoek-commissionair', die hij omschreef als: "De hoek-commissionair, wiens werkkring zich, zooals de naam aanduidt tot een bepaalden hoek, soms een enkel fonds, dikwijls eene categorie van fondsen beperkt, krijgt zijne orders van andere effectenhandelaren en van de arbitrage, d.w.z. van de huizen, die hun bedrijf maken van den handel met andere beurzen."



verschil tussen de makelaars en de commissionairs.<sup>70</sup> De makelaars handelden voor rekening van en op naam van hun lastgever; het handelen voor eigen rekening was hen conform het toenmalige artikel 65 WvK verboden<sup>71</sup> om de onpartijdigheid en betrouwbaarheid van de makelaar te waarborgen. Toch hielden de makelaars zich hier niet aan (Polderman, 1935: 104). Commissionairs daarentegen handelden wel voor rekening van hun opdrachtgever, echter op eigen naam. Het was hun wel toegestaan om eigen lastgever te zijn en ook voor eigen rekening te handelen. Uiteindelijk noemde vrijwel niemand zich alleen makelaar, maar was iedereen makelaar én commissionair. In de provincie werd vaak het beroep van kassier gecombineerd met dat van commissionair.<sup>72</sup> Overigens was het aantal commissionairs in Nederland vele malen groter dan het aantal kassiers. Kymmel (1992: 82) schat het aantal zich ‘commissionair’ noemende effectenhandelaren omstreeks 1860 op ongeveer 600.<sup>73</sup>

Wat voor lieden waren deze commissionairs? Het commissionairschap werd als een passend beroep gezien voor heren van nette huize, die door een gebrek aan eigen middelen genoodzaakt waren te moeten werken om in hun levensonderhoud te voorzien. Vakkennis bleek geen issue, die kon men verwerven in de praktijk. Alhoewel deze vakkennis in de praktijk weinig bleek voor te stellen (Kymmel, 1992: 84). Met name de mogelijkheid om voor eigen rekening te kunnen handelen was aantrekkelijk, waarbij vrijuit gebruik werd gemaakt van voorkennis.<sup>74</sup> Juist de winsten die met het gebruik van deze voorkennis konden worden gerealiseerd, werden een belangrijk inkomensbestanddeel van de commissionair. Vrijwel alle hoeklieden op de beurs mochten handelen voor eigen rekening en toch optreden als intermediair. Van Luterveld (1933: 143-144) voorzag hierbij een belangenconflict. Hij schreef: “Dat handelen voor eigen rekening is hoe langer hoe meer in zwang gekomen. En daarmee heeft zijn intrede gedaan een strijd van belangen, welke onvermijdelijk is: het belang van zijn medelid, aan wien hij zijn intermediair verleent, wiens order hij derhalve zoo goed mogelijk heeft uit te voeren, wiens order hij als lasthebber overeenkomstig artikel

70 Effectenhandelaren waren juridisch makelaar of commissionair. Artikel 62 Wetboek van Koophandel (1934) definieerde de makelaar als: “hij, die door de arrondissementsrechtbank als zodanig beëdigd, zijn bedrijf maakt van het sluiten van overeenkomsten, tegen genot van zeker loon of provisie, op order en op naam van personen, tot wie hij niet in vaste betrekking staat.” Deze makelaar in effecten werd door de arrondissementsrechtbank van zijn woonplaats beëdigd, na inzending van een verzoek om als zodanig werkzaam te mogen zijn.

71 Dit was van toepassing tot 5 oktober 1922, waarbij het Wetboek van Koophandel de makelaars verbood voor eigen rekening, hetzij zelf, hetzij door tussenkomst van anderen, hetzij gemeenschappelijk, hetzij in commissie, handel te drijven in het vak of vakken waarin zij makelaars zijn.

72 De commissionairs in de provincie waren genoodzaakt om beursorders altijd te doen uitvoeren via een commissionair in Amsterdam en hadden geen directe toegang tot de beurs.

73 Van der Werf (1988: 271) noemt 200 bankiers (firma's) en banken en 430 commissionairs in effecten in de provincie.

74 De Economist van 1868, M. Mees.

## II Het beleggingsadvies, de beleggingsadviseur en de financiële instelling

1828 BW,<sup>75</sup> dus nauwgezet, met de zorg van een goed huisvader heeft te behartigen, en daartegenover zijn eigen belang.”

Naast de kassiers en de commissionairs was er een groep commissionairs die zich ‘bankier’ noemde. Het is niet geheel duidelijk wat een bankier onderscheidt van een commissionair. Wat wel duidelijk wordt, is dat zij zich mede bezighielden met het introduceren van nieuwe fondsen bij beleggers en het meedoen als syndicaatlid bij nieuwe (obligatie)uitgiften. Dit vereiste internationale contacten en vermogende cliënten. Het emissiebedrijf was winstgevend voor de syndicaatsleden, zowel in provisie als in de mogelijkheid effecten achter de hand te houden en deze met winst te verkopen. Dat andere commissionairs afhankelijk waren van de bankiers, was een plezierige bijkomstigheid en verwierf ook nog eens prestige. Kymmel (1992: 89) verwoordde het als volgt: “Bij hun beroep paste dat bankiers zwijgzaam en uiterst discreet optraden. Dit gaf hun iets geheimzinnigs, iets waarvoor men moest oppassen, maar waartegen men ook opkeek.” De beurshandel verliep echter niet vlekkeloos. Soms was er zwendel op grote schaal door emittenten van obligaties, maar dit kon de populariteit niet drukken. In het tijdschrift *De Economist* van 1905 stelde Westerman op pagina 8: “In geen enkel vak misschien is de lijn der strikte eerlijkheid zoo moeilijk te trekken als in den effectenhandel en men doet van weerskanten<sup>76</sup> al zeer onverstandig die kwestie voor het groote publiek te brengen.” Ook de kennis over de effectenhandel bleek niet in alle gevallen aanwezig. “De commissionair weet alles van koersen en niets van waarden”: merkte minister mr. M.W.F. Treub op. De effectenhandel vroeg juist in deze tijd grotere vakkennis en uitbreiding van administratie ten gevolge van de toenemende verscheidenheid aan fondsen (De Vries, 1976: 95-104). De Staatscommissie voor het Bankwezen van 1937 concludeerde dat de bankmoeilijkheden die waren opgetreden na de ineenstorting na 1935 van het effectenbedrijf, ook aan de incompetentie van de bankiers te wijten waren.<sup>77</sup> Bankiers en commissionairs waren niet voornemens te stoppen met deze handel en het grote publiek liet zich graag door de financiële adviezen van de vele kleine commissionairs leiden (Van der Werf, 1988: 27).

Hoe werd het beleggingsadvies aan de particuliere belegger verstrekt? Over beleggingszaken werd meestal mondeling overlegd of eventueel in particuliere

<sup>75</sup> Artikel 1828 BW: “De lasthebber is alleen aansprakelijk wegens kwaad opzet, maar ook wegens verzuimen, welke hij bij het volvoeren van zijnen last mogt hebben gepleegd.”

<sup>76</sup> Westerman (1905: 8) doelde hierbij op de commissionairs in zowel Amsterdam als in de provincie die profiteerden van het kunnen afrekenen van effectentransacties boven respectievelijk onder de middenkoers. Het verschil tussen de afrekenprijs en de middenkoers verdween in de zakken van de commissionairs.

<sup>77</sup> Zie archief van de Nederlandsche Bank, Directie, prof. A.M. de Jong, Staatscommissie voor het Bankwezen 1937, dossier 80A en 80B, Aide-Mémoire 2 in Van der Werf (1988: 178).

correspondentie. Het ging alleen om beleggingsadvies waarbij de cliënt uiteindelijk besliste. Met name de directieleden van de banken en commissionairshuizen hielden zich met het beleggingsadvies bezig. Dit gebeurde vaak vanachter de toonbank (veelal op de eerste dagen van de maand), hetgeen eigenlijk minderwaardig werk is voor de directieleden. Toch was dit de meest gebruikelijke wijze waarop contact werd gelegd met de cliënten. Een probleem bij het adviseren was dat niet alle relevante fondsen gevolgd werden en er geen consistente gedragslijn werd aangehouden in de adviezen (Geljon, 1998: 107). Harde uitspraken werden bij deze adviezen veelal vermeden.<sup>78</sup>

### 2.2.3 De zorgplicht in de effectenbranche in een historisch kader

De Bond voor den Geld- en Effectenhandel in de Provincie is, zoals gesteld, in 1903 opgericht om de belangen van de banken en commissionairs in de provincie te behartigen. Een lidmaatschap was niet vanzelfsprekend en stond alleen open voor diegene die de geld- en effectenhandel tot zijn hoofdberoep had gemaakt. Er waren bovendien aanvullende eisen: men moest zich openlijk vestigen en men mocht niet uitsluitend voor familie zaken doen. Men diende ook in overeenstemming met de goede gebruiken en waardigheid van het vak te handelen. Het maken van buitensporige winsten gold in dit verband als een afwijzingsgrond, evenals een slechte reputatie (Van der Werf, 1988: 176). Al lijken de belangen van de particuliere belegger maar beperkt gewaarborgd, toch blijken uit de literatuur een aantal situaties waarbij er wel oog was voor diens belangen. In de statuten van de Vereniging voor den Effectenhandel stond, naast het bevorderen van de belangen van de effectenhandel, ook een ander doel: ‘het optreden voor de rechten en belangen van de houders van fondsen’. De rechten van het bestuur van de Vereniging bestonden uit onder andere het “optreden voor de rechten en belangen der fondsenhouders, zoo dikwijls en op zoodanige wijze als het dit nuttig of noodig oordeelt en het nemen van disciplinaire maatregelen tegen de leden (vervallenverklaring en schorsing van lidmaatschap; oplegging van boeten).” Kan men echter al spreken van een verplichting tot zorg voor de cliënten? Alhoewel het begrip ‘zorgplicht’ niet in de bestudeerde literatuur voorkomt, zijn er enkele publicaties gevonden waaruit deze zorg wel op een of andere wijze blijkt. In veel gevallen betreft het een publicatie van na de beurscrisis van 1929.

<sup>78</sup> Zie bijvoorbeeld het advies gegeven door het effectenhuis Lissa & Kann wanneer er ‘niet onverdeeld gunstige berichten’ over de Rotterdamsche Bankvereniging verschijnen. Het advies van het effectenhuis luidde: “Indien cliënten deze wenschen te verkoopen, zullen wij hen daarvan niet afhouden” (zie Geljon, 1998: 108 en 2005: 426-427).

## II Het beleggingsadvies, de beleggingsadviseur en de financiële instelling

### 2.2.3.1 *Goed huisvaderschap*

Zo komt men het begrip ‘goed huisvaderschap’ tegen. De betekenis blijkt echter anders dan hieronder tegenwoordig verstaan wordt. De commissionair was destijds verplicht: “voor de fondsen, die hij voor den committent onder zich heeft, te zorgen als een goed huisvader” (Polderman, 1935: 105). Dit goed huisvaderschap werd later nader toegelicht en hield “de verplichting de voor rekening van zijn cliënt gekochte fondsen tegen diefstal, brand enz. te verzekeren” in. Polderman (1935: 105-106) vervolgde over “de verplichtingen van den commissionair”: “Zo moet hij bij de uitvoering van die opdracht rekening houden met de belangen van zijn opdrachtgever, zoodat hij, indien, bij een ongelimiteerde order, op den eerstvolgenden beursdag de koers van het betreffende fonds bij een aankooporder aanmerkelijk hooger of bij een verkooporder aanmerkelijk lager mocht zijn, dan ten tijde van de opdracht, vóór de uitvoering van de order eerst zijn opdrachtgever moet trachten te raadplegen. Zoo zal de commissionair, zoo mogelijk, zich eveneens eerst met zijn opdrachtgever in verbinding hooren te stellen, wanneer hij, vóór de uitvoering van een order, minder gunstige berichten over een te koopen fonds heeft vernomen, welke zijn opdrachtgever ten tijde van de opdracht niet bekend konden zijn.”

### 2.2.3.2 *Het uitvoeren van beursorders*

De commissionair werd een aantal regels opgelegd om de beursorders ten behoeve van zijn cliënten juist uit te voeren (Polderman, 1935: 106): “Wanneer een commissionair een opdracht heeft tot aankoop en een tot verkoop van eenzelfde fonds tegen denzelfden koers, voert hij die orders vaak niet op de beurs uit, doch verkoopt en levert hij meestal het fonds waarvan hem de verkoop is opgedragen aan den persoon, die hem de order tot aankoop heeft gegeven. Juridisch bestaat daartegen geenerlei bezwaar. De commissionair voert, door zoo te handelen, immers, zij het dan ook niet ter beurze, den last uit. Dat de uitvoering niet over de beurs loopt, kan zijn cliënt onverschillig zijn, althans, indien de commissionair aan beide cliënten dezelfde koers berekent. Iets anders is het, als hij de aankooporder tegen een anderen koers afrekent dan de verkooporder, in welk geval hij handelt in strijd met de goede trouw.”

Zo was daar het kopen of verkopen van effecten op rescontre (termijnhandel). Van Lutterveld (1933: 191-192) schreef hierover: “Voor den Commissionair in effecten, een order tot koopen of verkoopen van aandelen op rescontre uitgevoerd hebbende voor een client, is het geen onverschillige zaak of het koopen of verkoopen op rescontre te beschouwen is als een koopovereenkomst, dan wel een kansovereenkomst, spel en weddenschap vormt. Zoude dit laatste de opvat-

ting van den rechter zijn, dan zoude hij geen vordering tegen den client hebben om op dezen te verhalen hetgeen hijzelf heeft bijgepast tegenover zijn tegenpartij op grond van koersverschil. Een ander geval zoude het zijn, wanneer de commissionair de order niet had uitgevoerd of doen uitvoeren ter Effectenbeurse te Amsterdam, doch als tegenpartij opgetreden was tegenover zijn client, wetende of aannemende, dat het den client zeker niet te doen was om de stukken geleverd te krijgen, en dat het uitsluitend een kansspel was op koerswinst.”<sup>79</sup> Dan was er het handelen op de middenkoers. Hierbij werden gekochte of verkochte effecten afgerekend tegen de middenkoers, in plaats van tegen de koers waarvoor de order daadwerkelijk was uitgevoerd. Van Lutterveld (1933: 199) noemde het voordeel van deze methode: “dat het publiek tevreden is, denkt goed behandeld te zijn, dat de commissionairs in effecten gevrijwaard zijn tegen bemerkingen ten aanzien van den koers van afrekenen, dat de commissionairs in effecten gelegenheid hebben orders bij zich in elkaar te sluiten.”

### 2.2.3.3 *Het emissiebedrijf*

De emissiehandel bleek uitermate lucratief te zijn voor de commissionair. De vraag naar effecten was vaak groter dan het aanbod, waarbij het pondspondsgewijze-systeem van toewijzing werd ingesteld. Een ieder kreeg pro rata zijn inschrijving toegewezen. Toch ontstond er nogal eens discussie ten aanzien van de toewijzing: “Die ontevredenheid wordt versterkt door het vermoeden, dat er bevoordeeling heeft plaats gehad, dat emittenten zelf een groot aantal der begeerde aandelen of obligatiën hebben behouden, beoogende winst te behalen door ze uit te slijten tegen hoogere prijzen dan de koers van uitgifte, terwijl bovendien nog bespaard wordt de uit te keeren provisie aan tusschenpersonen” (Van Lutterveld, 1933: 217-218). Het bestuur van de Vereeniging voor den Effectenhandel onderkende dit probleem en legde haar leden op om het stelsel van toewijzen zo spoedig mogelijk bekend te maken aan het publiek. Daarbij werd er geen vergunning verleend om koersen te noteren in de Prijscourant, voordat was gebleken dat de toewijzingsbiljetten door de inschrijvers zijn ontvangen. Zo was tussentijdse handel niet of nauwelijks mogelijk. Dit om te voorkomen dat “ingewijden omtrent den uitslag der uitgifte gelegenheid zouden hebben te verkoopen, van welke gelegenheid degenen, die de voorwetenschap niet hebben, niet zouden profiteren.”

<sup>79</sup> Hetgeen geregeld voorkwam in Londen. Zo is er een zogenaamde *bucket-shop* geweest, de London & Paris Exchange, die als tegenpartij optrad tegenover speculerende particulieren.

## II Het beleggingsadvies, de beleggingsadviseur en de financiële instelling

Ook blijkt uit de literatuur wat de positie van de emittent was indien een inschrijver op een fonds schade leed als gevolg van onjuiste mededelingen in het prospectus welke niet direct van hem afkomstig waren: “De emittent dient zich immers van de juistheid van de in het prospectus opgenomen mededelingen van derden te vergewissen; door de opneming dier mededelingen in het prospectus wekt hij vertrouwen op bij het publiek; hij is voor de, door onjuiste mededelingen in het prospectus bij het publiek ontstane, schade aansprakelijk, tenzij hij na serieus onderzoek de onjuistheid niet heeft kunnen ontdekken” (Polderman, 1935: 177). Hiertegenover werd gesteld, dat de emittent steeds, zonder opgaaf van reden, bevoegd moest zijn, op bepaalde inschrijvingen niets toe te wijzen of minder toe te wijzen dan op andere inschrijvingen, omdat de emittent er voor te zorgen had, dat de uit te geven fondsen geklasseerd werden; “indien sterk gemajoreerd is door zoogenaamde agiojagers, loopt de emittent gevaar, dat de aan zulk een premiejager te veel toegewezen fondsen bijna onmiddellijk na de toewijzing door dezen tegen een koers lager, dan dien van uitgifte, verkocht worden, hetgeen minder prettig is voor de eigenlijke beleggers.”

Zonder wellicht juridisch aansprakelijk te zijn, waren er financiële instellingen die zich actief inspanden ten behoeve van haar cliënten in het geval een emissie verkeerd verliep. Een voorbeeld waarbij bankiershuis Lissa & Kann betrokken was, is de affaire rondom de Hollandsche Disconteerings-Bank (H.D.B.), die zich afspeelde in 1928. Het illustreert de risico's van het emissiebedrijf. In maart 1928 vond een emissie plaats van f 1 miljoen 6% converteerbare obligaties. In verschillende prospectussen werd hoog opgegeven over de emissie en de emittent. De H.D.B. had echter verzwegen dat de Deutsch Holländische Discont Bank gekocht was, die kort daarop in liquidatie ging. Enkele maanden later volgde de aankoop van 1 miljoen mark aandelen in de Deutsche Automobilbank, waar er bij de president-directeur van de H.D.B. sprake was van belangenverstrengeling. Ook de overname van de Nederlandsche Waarborg Bank leverde een verlies op. Eind 1928 werd door een onderzoekscommissie het totale verlies op f 3 miljoen berekend, waardoor het gehele eigen vermogen van de H.D.B. verdween. De aandelen H.D.B. waren waardeloos. Bankiershuis Lissa & Kann schreef op 19 november 1928 aan haar cliënten een brief waarin tot 31 december 1935 de pariwaarde van de aandelen werd gegarandeerd. Ook werden obligaties teruggenomen van cliënten. Deze beslissing was uiteraard uitermate kostbaar, maar droeg bij aan een goede naam van de bankiers (Geljon, 1998: 117-119).

#### 2.2.3.4 *Waarschuwen en de waarschuwingsplicht*

Werden particuliere beleggers door de commissionair op enigerlei wijze gewaarschuwd voor de risico's van het beleggen of het speculeren in aandelen of obligaties? Er zijn in de literatuur slechts enkele omstandigheden gevonden, waar de commissionair een waarschuwingsplicht of een onderzoeksplicht had. Polderman (1935: 183) schreef over het handelen bij emissies: "De emittent heeft niet te beoordelen, of de inschrijvers al dan niet met speculatieve bedoelingen inschrijven. Wanneer hij, om welke reden ook, er bezwaar tegen heeft, dat een groot gedeelte der geëmitteerde fondsen in speculatieve handen komt, dan moet hij het prospectus zóódanig inkleeden, dat het publiek daarvan kennis draagt. Doet hij dit niet, dan staan alle inschrijvers gelijk."

Er zijn wel publicaties die de particuliere belegger plegen te waarschuwen voor beleggings- en speculatierisico's. Zie onder andere de commissionairs T.A. Huizinga en J. Pik die vanaf het midden van de jaren 1870 actief waren, onder andere met kritische beschouwingen over Amerikaanse spoorwegwaarden. Pik publiceerde in 1890 een beschrijving van de geld- en fondsenhandel waarin hij zich kritisch uitliet over de Amsterdamse gebruiken bij de effectenhandel en het emissiebedrijf, waarbij naar zijn mening onvoldoende aandacht werd besteed aan de bescherming van het publiek (Geljon, 2005: 428). Er zijn ook andere voorbeelden. Omstreeks 1910 werden beleggers door hoeklieden in advertenties gewaarschuwd voor speculaties in rubberaandelen. Zij stelden in advertenties dat zij geen verantwoordelijkheid meer op zich namen betreffende limites, de middenkoers en het aantal te verhandelen stukken (Geljon, 2005: 266). De directeur van de Rotterdamsche Bankvereniging, W. Westerman, bekritiseerde in een voordracht in 1914 de voorlichting van veel prospectussen (Geljon, 2005: 390).

Een ander voorbeeld waarbij particuliere beleggers gewaarschuwd werden, is het boekje *De hedendaagsche geldbelegging in Effecten, Spoorweg-aandelen, Bank-Actiën en andere fondsen*, 'Eene waarschuwing voor alle Geldbezitters en Speculanten in Nederland door een oud-bankier' uit 1866. Hierin waarschuwde de schrijver, H.A. Frijlink, de particuliere beleggers voor "den speculatiegeest in de publieke fondsen, die, sinds de revolutie, zich geregeld in Engeland heeft vertoond, deze onverwachte, koortsachtige aandoeningen of liever zinsverbijsteringen, welke zich van de middelklasse schijnt meester te maken en onnoemelijk schatten in hare oogen doet blinken, tot welker bezit men zonder arbeid en zonder moeite kan geraken, dan zal men moeten erkennen, dat de staatsleeningen eene zedelijke en maatschappelijke wanorde hebben te weeg gebracht die de geheele natie heeft aangestoken." Verder terug in de tijd memoreerde Frijlink (1866: 11) de

## II Het beleggingsadvies, de beleggingsadviseur en de financiële instelling

belegger aan de belegging in de Zuiderzee-Compagnie<sup>80</sup> van 1719: “Duizenden personen, die meenden hunne fortuin in hunne brievenstasch te hebben, zagen zich geruïneerd. De geheele maatschappij werd door die ramp getroffen. Vele aanzienlijke familiën, voornamelijk kooplieden, beroemde geneesheren, geestelijken, regtsgeleerden en een aantal nijvere burgers deelden in die ramp. Sommigen stierven van verdriet; anderen trokken naar vreemde gewesten, en keerden nimmer weder.” Deze schrijver had het ook niet zo op bankiers: “Bij het schijnsel van walmende lampen ontdekte men een waar doolhof van bureaux tot zelfs in de kelders, terwijl sommige bankiers op de vlieringen zetelden, en uit hunne kijkkasten als roofvogels op de wriemelende menigte in de straat neerzagen.” Frijlink (1866) vervolgde op pagina 37 met een waarschuwing over de kennis van de bankiers: “Ik hoorde met verwondering, hoe ieder daar, met eene schijnbare kennis, de staatskunde beoordeelde. Ieder deze snaken hing den staatsman uit; allen vermeenden niet alleen de parlements-aangelegenheden juist te kunnen uitleggen, maar wisten bovendien te zeggen, wat er in dat oogenblik in het hoofd van den kanselier der schatkist omging.” Op pagina 56 verfoeide hij de speculanten zelfs: “De effecten-speculanten zelve, die gewoonlijk niets dan couponknippers zijn, zouden almede een genoegelijker leven leiden, en een nuttiger, meer zeker en minder hartstogtelijk beroep uitoefenen, indien zij zich aan den binnen- of buitenlandschen handel, aan het fabriekswezen of aan landontginningen toewijdden.” Hij kwam met twee adviezen: “Zodra een geslepen financier u van gunstbewijzen spreekt, denkt dan altijd aan de waarschuwing bij den ingang van sommige hoeven geplaatst, te weten: Hier liggen voetangels en klemmen.” Daarnaast stelde hij: “Zorgt voor uw eigen belang en de belangen uwer kinderen; zoekt uwe gelden in soliede ondernemingen te steken, en zet een groot deel van uw vermogen op de keering eener enkele kaart, op het *gagne ou perd* der speelbank, want in deze rubriek vallen vele der hedendaagsche geldleningen.”

Er zijn ook financiële instellingen te vinden die de eigen voorspellende krachten ter discussie stelden. In het beursorgaan van de Dortsche- en Haagsche Bank, *De Navorscher*, van 12 juni 1902, schreef deze bank over haar eigen beperkte voorspellende krachten: “Geen degelijk man toch zal tegenspreken dat vooral in *ons* vak geen sprake kan zijn van positief weten, en dat de woorden van den Griekschen wijsgeer ‘het eenigste wat ik zeker weet is, dat ik niets weet’, een schoon motto ware voor ieder die tot het geven van advies in zaken den fondshandel betreffende, geroepen wordt. Hoe dikwijls toch zagen wij het gebeuren

80 Geïntroduceerd in Engeland in 1710, genaamd ‘The South Sea Company’ (Neal, 1990).



dat, niettegenstaande de meest schitterende vooruitzichten, ondernemingen échoueerden die menselijkerwijs gesproken een zeker succes tegemoet gingen.” Bij Mees was het geven tips van absoluut verboden en een schriftelijk advies op aandelengebied moest steeds vaag gehouden worden, terwijl de uitdrukking ‘ter beurze is men van mening’ gebruikt werd om verantwoordelijkheid uit te sluiten, in geval een meer positief advies gegeven was (Geljon, 2005: 426-427).

Waarschijnlijk aangezet door de beurskrach van 1929, kwamen er in de jaren daarna een aantal boekwerkjes op de markt met een waarschuwing voor de particuliere belegger. Hier werd met name gewaarschuwd voor speculaties. Zo schreef L. Bouman, directeur van de N.V. Algemeene Beleggingsmaatschappij<sup>81</sup> te 's-Gravenhage in 1929 een boek over Beleggen en Speculeren. Hij waarschuwde de particuliere belegger voor het doen van speculaties en schreef op pagina 33: “Maar ieder moet bij zijne speculaties zijn verantwoordelijkheidsgevoel doen spreken, moet rijpelijk overwegen welke grenzen die verantwoordelijkheid tegenover zichzelf en nabestaanden hem voorschrijft en de mogelijke consequenties van zijne daden alleen dan ten volle durven aanvaarden wanneer hij wèét ze te kunnen aanvaarden.” In een ander boek van de Nederlandsch-Indische Escompto Maatschappij (1930: 12) is te lezen wat van banken wel en wat zou mogen worden verwacht: “Het is niet de taak van een Bankinstelling het initiatief te nemen tot speculatieve transacties voor hare cliënten of die aan te moedigen door het geven van ‘tips’. Als financieel adviseur dient de Bank zich echter te beperken tot het geven van die adviezen, die kunnen bijdragen tot den opbouw van vermogenscomplexen, waarvan door een goede risicoverdeeling de verlieskansen tot het uiterste beperkt zijn.” Maar de schrijver(s) zijn duidelijk als het gaat om de aansprakelijkheid van de bankinstelling: “Wil de cliënt uit eigen beweging toch gaan speculeeren, dan moet hij dit zelf weten; zijn bankrelatie voert natuurlijk graag zijn orders uit en kan bovendien dikwijls niet uitmaken of zij al of niet met een speculatieve transactie te doen heeft.” Uit dit boekje, geschreven door voormalige bankiers, blijkt dus een zorg voor de belangen van de cliënt. Toch werden met dit boekje ook de commerciële belangen gediend. Op pagina 3 e.v. staat te lezen: “De belegger heeft thans meer dan ooit een adviseur nodig, die hem wegwijs maakt in het doolhof, dat vennootschapsland langerzamerhand geworden is en die hem zegt, wat hij in bepaalde gevallen wel en wat niet moet doen.” Even later komt de aap uit de mouw: “Wij zijn gaarne bereid in dit opzicht met inlichtingen en adviezen te dienen.”

81 Deze maatschappij richtte zich met haar diensten op de particuliere belegger.

### 2.2.3.5 *Handelen met voorkennis*

Het handelen met voorkennis was in het verleden dan wel een belangrijke methode om geld te verdienen, er waren ook al lieden die tegen deze praktijken waarschuwd. Frijlink (1866) ageerde tegen het handelen met voorkennis en dreef de spot met hen die zich hiermee bezighielden. Hij refereerde aan de oogsten van de Sumatra-tabak op pagina 41 en 42: “Vóór die berichten in de bladen gepubliceerd worden, hebben de belanghebbenden natuurlijk hunne speciale telegrafische inlichtingen van de eigen ondernemingen ontvangen. Op grond van die inlichtingen geven zij aan vrienden en bekenden hunne meening ten beste, hoe het product van die of die maatschappij zal uitvallen, welk percentage tabak van die of die onderneming geschikt zal zijn voor Amerika of Duitschland, welke aandelen men koopen of verkoopen moet enz. En wie nu deze insiders-meeningen eens nauwkeurig zou noteeren en na een half jaar of iets langer zou nagaan in hoeverre de verkondigde theorieën door de praktijk van het koersverloop zijn gedekt, zal in 9 van de 10 gevallen constateeren, dat hij goed geld zou hebben verdiend indien hij precies het omgekeerde had gedaan van wat destijds door de insiders werd geadviseerd. Verliezen in tabaks-aandelen zijn dan ook talrijke malen in de eerste plaats door insiders betaald.” In het boek van de Nederlandsch-Indische Escompto Maatschappij (1930) staat een anekdote beschreven hoe de makelaars in effecten de particuliere belegger bedrogen. Op pagina 16 e.v. schreef zij: “Helaas komt het meermalen voor, dat tips gegeven worden door lieden die beweren over ‘inside-information’ te beschikken, doch wier enig doel het is door het manipuleeren van een fonds daaraan wat te verdienen. Zij beginnen b.v. van het fonds dat zij op het oog hebben- en bij voorkeur wordt daarvoor een aandeel genomen, dat een beperkte markt heeft en waarvan geen groot bedrag uitstaat- geleidelijk wat te koopen zonder den koers te forceeren. Hebben zij eenmaal een bepaald quantum in handen, dan wordt de ‘tip’ gelanceerd en de goê-gemeente wordt, natuurlijk tegen wat men noemt ‘een zacht koersje’, met de stukken ‘gelukkig’ gemaakt. Hebben zij hun stukken gespuid, dan laten ze het fonds los, de meelopers vinden geen verdere meelopers, verkoop is haast niet mogelijk door gebrek aan een tegenpartij en het heele kaartenhuis stort in onder het maken van de noodige slachtoffers.” In het boek wordt voorts gewaarschuwd voor het fenomeen ‘Tip van de week’: “Wij kennen financieele bladen in Nederland en in het buitenland, die uitgegeven worden door makelaars in effecten, die in elk nummer met een “tip van de week” voor den dag komen. Deze tip wordt op de bovenomschreven wijze “voorbereid” door aankoop van een aantal aandelen der betreffende maatschappij. Eenige dagen voor het verschijnen van het blad belt de makelaar-uitgever eenige zijner goede cliënten op en vertelt hun sub rosa welk

fonds in het eerstvolgende nummer getipt zal worden. Het spel neemt thans een aanvang: door de aankopen dezer ingewijden begint de koers iets aan te trekken en op den dag, dat de andere abonné's in het bezit van hun blad komen, is een koersbeweging ontstaan, die verder geaccentueerd wordt door de aankopen, die nu volgen door de schare. Dit is het moment voor den makelaar om zijn bezit te liquideren en naar alle waarschijnlijkheid ook voor degenen, die door hem van voorwetenschap zijn voorzien."

#### 2.2.3.6 *Beleggen met geleend geld*

Bouman (1929: 51) waarschuwde tegen de overmoedigheid van de particuliere belegger. Hij adviseerde om in het geval de gedane beleggingen verliezen opleveren, deze verliezen niet verder op te laten lopen en te reduceren: "Juist wie verloren heeft, dient zich te beheerschen en te matigen en zich dubbel te hoeden voor nog ernstiger tegenslag. Beperking van engagementen is dan stellig verstandiger dan uitbreiding daarvan en aangezien niemand wèèt hoe het koersverloop morgen zal zijn, is het ook onmogelijk het geluk te dwingen. En dwaas is het, wanneer men in een bepaald fonds misgegrepen heeft, uit het groote aantal effecten dat ter beschikking staat weer datzelfde fonds uit te kiezen met voorbijgaan van alle andere, voor nieuwe operaties, terwijl vermoedelijk vele andere fondsen door plaatsgevonden daling, marktpositie of intrinsieke waarde en vooruitzichten veel betere kansen bieden." Over het begrip beleggen had de Nederlandsch-Indische Escompto Maatschappij (1930: 9) een opvatting die hedentendage nog gevolgd wordt: "Het doelbewust opbouwen van een vermogenscomplex, waarbij dan als doel voorziet behoud van kapitaalswaarde eenerzijds en verkrijging van een bevredigend rendement anderzijds." Zij kwam met het advies om voor de particuliere belegger die wil speculeren naast het beleggen, een aparte administratie hiervan te voeren: "Feitelijk dient hij, die zich op het glibberige pad der speculatie wil begeven, voor dit doel een deel van zijn vermogen af te zonderen, dat hij dan in het vervolg ook als geheel los van zijn beleggingen dient te administreren." Over het speculeren werd het volgende gesteld: "Het moet hem in zijn levensomstandigheden geheel koud kunnen laten of dat vermogensdeel nog bestaat of niet. Hij moet er afscheid van genomen hebben. Mocht hij het door een ongelukkige greep geheel verliezen, dan moet hij zich dit verlies kunnen getroosten met een blijmoedig gezicht, omdat het geen invloed uitoefent op zijn levenswijze." Ook hier werd wederom (na de beurskrach van 1929) met nadruk gewaarschuwd voor beleggen met geleend geld: "Hij dient er zich echter wel voor te wachten deze sport (speculatie, AL) in eenigszins belangrijke mate met geleend geld te beoefenen. Doet hij dat wel, dan loopt hij de kans, dat hij meer verliest, dan hij voor zijn doel had afgezonderd,

## II Het beleggingsadvies, de beleggingsadviseur en de financiële instelling

waardoor hij zou moeten overgaan tot het aanspreken van zijn belegging met de ruïneuze gevolgen hiervan.”

### 2.2.3.7 *Het ‘Ken Uw Cliënt’-beginsel*

Een kenmerk van de (hedendaagse) zorgplicht is dat de belegging moet zijn afgestemd op de persoonlijke omstandigheden van de particuliere belegger. Reeds in 1930 schreef de Nederlandsch-Indische Escompto Maatschappij: “belegging is te individueel en te zeer afhankelijk van de particuliere omstandigheden van elken bezitter van aardsche goederen....” Over het diversificeren van de effectenportefeuille ten einde beleggingsrisico’s te reduceren schreef zij: “Deze veelzijdigheid van het beleggingsprobleem, die eenerzijds de moeilijkheden voor den belegger vergroot, en meer dan vroeger diens zorg en aandacht vergt, geeft anderzijds het groote voordeel, dat zij meer dan ooit tevoren gelegenheid schept tot risicoverdeling.”

## 2.3 Conclusies

In dit hoofdstuk is een kort overzicht geschetst van de ontwikkeling van de effectenbranche. Uit dit literatuuronderzoek kan worden geconcludeerd dat de misstanden in de effectenbranche van toen op enkele onderdelen vergelijkbaar zijn met die van vandaag. De beschermingsgraad van de particuliere belegger, waarbij we spreken van zorgplicht, is evenwel pas de laatste jaren concreet geworden. Er werd weliswaar door de Bond en de Vereeniging voor den Effectenhandel getracht de kwaliteit van de dienstverlening van de commissionairs te verbeteren, maar toch moest het publiek regelmatig gewaarschuwd worden. In de literatuur zijn er maar weinig voorbeelden te vinden waaruit een zorgplicht voor de particuliere belegger daadwerkelijk blijkt. Wel is het opmerkelijk dat er (voormalige) bankiers zijn geweest die de argeloze particuliere belegger in boekwerkjes trachtten te waarschuwen voor malafide praktijken. Ook werd in deze boekwerkjes gewaarschuwd tegen de voorspelkracht van commissionairs en bankiers. Deze waarschuwingen leken uiteindelijk onvoldoende en wetgeving was nodig om de verdere misstanden in de effectenbranche te voorkomen.

## 3 Het hedendaagse (beleggings)advies

### 3.1 Inleiding

In dit hoofdstuk wordt uiteengezet wat onder een advies moet worden verstaan. Het verschil tussen adviseren, informeren en opiniëren krijgt hier bijzondere aandacht (in § 3.2). In § 3.3 is beschreven wat een beleggingsadvies is. Hier is ervoor gekozen om het beleggingsadvies van twee invalshoeken te bezien: vanuit de consument en vanuit de beleggingsadviseur en de financiële instelling. Tevens is hier aandacht besteed aan de noodzakelijke randvoorwaarden, zoals een specifieke verzameling kennis, ervaring en vaardigheden, waaronder dit advies zou mogen worden verstrekt. Ook de rol van vertrouwen en integriteit wordt nader toegelicht. Tot slot wordt in § 3.4 de toegevoegde waarde van beleggingsdeskundigen nader geanalyseerd.

### 3.2 De kenmerken van het hedendaagse advies

In § 1.1 is vastgesteld dat beleggen een maatschappelijk aanvaarde economische handeling is geworden en niet meer voorbehouden is aan een selecte groep, zoals institutionele beleggers of welgestelden. Deze maatschappelijke acceptatie is mede ingegeven door de zelfzorgzaamheid die het individu is opgelegd, hetgeen hem in toegenomen mate afhankelijk maakt van de activiteit beleggen. Voor de particuliere belegger is de toegankelijkheid van de kapitaalmarkten door de komst van de telefonische beursorderlijnen en de opkomst van het *E-brokerage* (beleggen via internet) groot.<sup>82</sup> Vrijwel ieder individu kan zich in meer of

<sup>82</sup> Zo blijkt uit onderzoek van Choi, Laibson en Metrick (2002: 411) dat de toegang tot het beleggen via internet het aantal transacties van particuliere beleggers in de Verenigde Staten via de zogenaamde 401(k) rekeningen sterk heeft doen toenemen. De grootte van de transacties is echter kleiner dan bij beleggers die via de traditionele kanalen beleggen.

## II Het beleggingsadvies, de beleggingsadviseur en de financiële instelling

mindere mate ongeremd begeven op de kapitaalmarkten. Het verdwijnen van de drempels tot de kapitaalmarkt heeft zo zonder twijfel voor een kapitaaltoestroom gezorgd en het handelsvolume op de financiële markten doen toenemen. De kosten voor het direct verrichten van de transactie zijn daarbij voor de belegger exponentieel afgenomen, en de technologie heeft, in combinatie met de toegenomen regelgeving ter bescherming van de particuliere belegger, bijgedragen tot een *level playing field*.<sup>83</sup>

Toch staat een vergrote toegankelijkheid niet gelijk aan vertrouwdheid. Weinigen in onze samenleving zijn in staat om voor alle vraagstukken die op ons pad komen, geheel op eigen kracht een antwoord te vinden. Als niet-deskundige detecteren we, al dan niet zelfstandig, een (potentieel) probleem en zoeken bijstand in het vinden van een oplossing. In veel situaties wordt deze bijstand bij personen in onze directe omgeving (zoals bij vrienden of familie) gevonden. Dit biedt echter lang niet altijd soelaas. De eigen zorgverantwoordelijkheid en de hiermee samengaannde complexiteit van vragen verklaren de opkomst van het deskundig advies. Van de beleggende huishoudens zoekt 49% ondersteuning bij een beleggingsadviseur of bankmedewerker in het nemen van zijn beleggingsbeslissingen (Millward Brown, 2005). De rol van de beleggingsadviseur en bankmedewerker is daarmee toegenomen ten opzichte van familie, kennissen of collega's die om raad zijn gevraagd. De belangrijkste adviseurs die de beleggende huishoudens raadplegen alvorens te gaan beleggen, zijn in tabel 2 aangegeven (overige adviseurs zoals verzekeringsadviseurs, pensioenadviseurs en accountants zijn niet meegenomen in dit overzicht).

	2005	2004	2003	2002	2001	2000	1999	1998
Familie/kennissen/collega's	10,0	9,4	15,3	15,9	19,8	25,5	26,4	31,3
Bankmedewerkers	49,0	54,3	49,3	49,4	43,3	45,2	44,1	52,5
Beleggingsadviseurs	22,0	22,0	20,0	17,6	14,0	12,9	16,2	-
Andere zelfstandige adviseurs	6,0	-	-	2,3	2,9	3,5	5,3	8,6

Tabel 2: Personen van wie beleggingsadvies verkregen wordt (bron: Millward Brown, 2005)

Een reden voor de toename van het belang van de bankmedewerker of beleggingsadviseur kan worden gezocht in het feit dat de financiële wereld voor veel particuliere beleggers een *black box* is waar complexe en met jargon doorspekte

<sup>83</sup> De technologie zorgt er bijvoorbeeld voor dat toezichthoudende instellingen een krachtig instrument in handen hebben om de financiële markten te monitoren naar verdachte handelspatronen en marktmanipulaties. Daarnaast wordt de informatieachterstand van buitenstaanders verkleint ten opzichte van de informatie die ingewijden hebben (D'Avolio, Gilbor en Shleifer, 2001: 7).

mores gelden. Deze beleggers zoeken ondersteuning bij het nemen van een financiële beslissing of zoeken tips voor het snel realiseren van koerswinsten, waardoor het nut van het vermogen wordt verhoogd. In de vorm van een deskundig advies kan deze ondersteuning worden gevonden.

Barendrecht (1999: 1362) noemt de persoon die dit deskundig advies verstrekt: de *professionele* adviseur. De term ‘professioneel’ zorgt echter voor verwarring en impliceert een norm zonder expliciete kwaliteitscriteria te noemen.<sup>84</sup> Passender lijkt de term ‘beroepsmatige’ of ‘beroepshalve’. Toch worden lang niet alle adviezen vanuit het beoefenen van een professie gegeven. Of het advies beroepsmatig wordt verstrekt of niet, de populariteit van het verstrekken van een advies lijkt hier niet onder. De oorzaak van deze populariteit is de relatieve vrijblijvendheid die met deze handeling gepaard gaat, het relatieve gemak waarmee dit ‘ambacht’ kan worden opgenomen, de hiermee samengaande, aantrekkelijke, geldelijke vergoeding en de flexibiliteit van het handelen binnen advisering. Het is eenvoudig om naast assurantiën eveneens hypotheeken en leningen te ‘adviseren’ of een klant een kledingadvies te verstrekken. Het adviseren ligt in veel situaties dicht tegen het begrip ‘verkopen’ aan. Regelmatig is een medewerker die voorheen ‘een verkoper’ was, nu ‘een adviseur’ of in het beste geval ‘een verkoopadviseur’. Toch is het mogelijk dat een adviseur zich kan onttrekken aan het zuivere verkopen. Deze situatie doet zich voor als de adviseur een actieve rol speelt bij het inwinnen van informatie over de persoonlijke omstandigheden en behoeften van de consument én hierop zijn advies baseert. Op deze wijze ontstaat hij het zuivere verkopen. In sommige professies wordt getracht boven de eerder genoemde eenvoud uit te stijgen en het eigen handelen op te waarderen door het gebruiken van Angelsaksische terminologieën zoals *consulting*.<sup>85</sup>

Het begrip ‘advies’ of het werkwoord ‘adviseren’ wordt in de literatuur op diverse wijzen omschreven. Een van de omschrijvingen is dat een advies de vorm aanneemt van een weergave van relevante risico’s en voors en tegens van een bepaalde handeling, zonder specifieke aanbeveling of conclusie. Uit deze omschrijving zelf vloeit geen normering voort die van toepassing is op dit advies.<sup>86</sup> Barendrecht (1999: 1362) omschrijft het begrip ‘advies’ als: “een beredeneerde aanbeveling om een bepaalde keuze te maken.” Dit advies zal op een (beperkt) onderzoek geba-

84 De reden waarom in dit proefschrift gekozen is om het bijvoeglijk naamwoord ‘professioneel’ hier niet te gebruiken, zal in hoofdstuk 11 nader besproken worden.

85 Block (1981: 2) hanteert de volgende definitie voor een consultant: “A consultant is a person in a position to have some influence over an individual, a group, or an organization, but who has no direct power to make changes or implement programs.”

86 Later komt dit in de Wet financiële dienstverlening wel aan bod.

## II Het beleggingsadvies, de beleggingsadviseur en de financiële instelling

seerd zijn, waarbij de persoonlijke omstandigheden<sup>87</sup> van de niet-deskundige, de cliënt, centraal dienen te staan, en zo het probleem afbakenen waarover geadviseerd kan en zal worden. Volgens deze omschrijving vergt het geven van advies een zekere mate van expertise. Deze expertise is te vinden bij diegene die het tot zijn professie heeft gemaakt om beschikbare informatie, kennis en vaardigheden tegen vergoeding aan te bieden aan de niet-deskundige. Hij heeft het hierbij primair<sup>88</sup> tot zijn professie gemaakt deze asymmetrie in kennis, ervaring en middelen<sup>89</sup> tegen directe of indirecte vergoeding te overbruggen en de niet-deskundig veronderstelde consument bij te staan in het maken van keuzen. Schilder en Nuijts (2004: 16-17) nemen aan dat er ook sprake kan zijn van adviseren in het geval dit niet direct betrekking heeft op een product of dienst. Zij komen evenwel niet tot een eenduidige definitie van het begrip 'advies'. Het werkwoord 'adviseren' wordt in artikel 1 lid b van de Wet financiële dienstverlening als volgt omschreven: "adviseren: het aanbevelen van een of meer specifieke financiële producten aan een bepaalde consument." Hier ziet de wetgever het adviseren van een specifiek product wel als een kernelement van adviseren. Daarbij impliceert het woord 'aanbevelen' een zekere oordeelsvorming over het product van de adviseur. Het adviseren verschilt hierin ten opzichte van het bemiddelen, dat adviseren beperkt is tot het leggen van contact tussen de consument en de aanbieder, terwijl bemiddelen gericht is op de totstandkoming van een overeenkomst tussen de consument en de aanbieder inzake een, in dit geval, specifiek financieel product. De Jong (2003: 69) gaat verder in zijn omschrijving van het werkwoord 'adviseren' en noemt dit: "alle werkzaamheden die zijn gericht op het inwinnen van informatie over de individuele behoefte van een consument en het op basis daarvan aanbevelen van een of meer specifieke financiële producten." Het aanbevelen van diensten wordt hier echter niet genoemd.

De kern van het bestaansrecht van de adviseur vormt het overbruggen van de informatieongelijkheid tussen hem en de consument (zie ook Bhattacharya en Thakor, 1993: 2-7).<sup>90</sup> Als de asymmetrie binnen de relatie als uitgangspunt wordt

87 Waarbij 'persoonlijk' betrekking heeft op de persoonlijke aspecten waarop iemands leven is gebaseerd, en die van belang kunnen zijn bij dit specifieke advies. Zo zal een medisch advies op andere persoonlijke aspecten gebaseerd worden dan een financieel advies, maar kunnen deze overlappen dan wel aanvullend zijn. In de Memorie van Toelichting op de Wet financiële dienstverlening artikel 1.1.b. staat vermeldt dat een advies gebaseerd is op de persoonlijke situatie en behoeften van de consument.

88 Overigens bestaat de mogelijkheid dat een adviseur het ook secundair tot zijn beroep heeft gemaakt om te adviseren. Dit in het geval een individu zich niet nadrukkelijk profileert als adviseur. Denk hierbij aan de accountant die in eerste aanzet zal worden aangesteld voor het opstellen en controleren van de jaarstukken, maar eveneens bedrijfskundige en economische adviezen inzake de bedrijfsvoering geeft.

89 Ervan uitgaande dat deze drie aspecten de definitie van 'expertise' dekken. Verdedigd zou kunnen worden dat een beroepsmatige attitude waarop met deze drie aspecten wordt omgegaan, ook noodzakelijk is.

90 Op deze wijze vormt dit de tegenhanger van de transactiekostenbenadering, waar de vraag centraal staat of men bepaalde activiteiten zelf moet uitvoeren dan wel moet uitbesteden (Benston en Smith, 1976: 229).



genomen, dan is hiermee echter nog niet gezegd dat de behoefte om deze op te heffen, altijd manifest is. Het kan noodzakelijk of wenselijk zijn om bepaalde behoeften die latent zijn, manifest te maken,<sup>91</sup> waarbij een advies gehaald of gebracht kan worden. Zo zal een belegger zonder ervaring met of kennis van het beleggen de symptomen van potentieel (onnodig) beleggingsverlies moeilijk herkennen en niet direct de noodzaak tot het verkrijgen van een beleggingsadvies inzien. Het kan dus in het belang van de particuliere belegger zijn om een advies pro-actief te verstrekken, zonder dat hierom is gevraagd.<sup>92</sup> Toch mag bij het afnemen van een advies door de consument een zekere zelfwerkzaamheid (of kritische houding) worden verwacht, alvorens er over een overeenkomst tussen partijen kan worden gesproken (zie ook § 6.4). Daarbij is het voor de consument van belang de 'identiteit' van het verkregen advies snel en eenduidig vast te stellen. Bij het informeren van de consument is er namelijk sprake van een zekere vrijblijvendheid. De consument hoeft het advies niet te accepteren en mag zijn eigen weg gaan. Of een eenmaal verstrekt advies wel of niet een vrijblijvend karakter heeft, hangt sterk samen met het basiskarakter van het gegeven advies en de omstandigheden waarin dit advies is gegeven. Een beroep op vrijblijvendheid kan in bepaalde beroepsgroepen in meer of mindere mate vruchten afwerpen. Van bepaalde beroepsgroepen zal een verkooppraatje weliswaar als een advies klinken, maar de intrinsieke waarde van het advies kan betwist worden. Een gemiddelde consument zal waarschijnlijk een advies van een autoverkoper kritischer aanhoren dan het advies gegeven door een hartspecialist. Hieruit zou kunnen worden geconcludeerd dat naarmate een beroepsgroep onder professionals wordt geschaard, de waarde van de verstrekte adviezen zal toenemen. De drang van beroepsgroepen om tot de professionals te worden gerekend, is zodoende deels verklaard.<sup>93</sup> Dat een beroep op vrijblijvendheid bij een beleggingsadvies maar van beperkte waarde is, blijkt uit de randvoorwaarden of omstandigheden waarin uiteindelijk het advies gegeven wordt. Barendrecht (1999: 1362) stelt: "Wie een ander een bepaalde gedragslijn aanbeveelt, pretendeert nogal wat, en wekt daarmee verwachtingen." Ondanks de eerder genoemde kunstmatige gelaagdheid in de waarde van het advies, moet in acht worden genomen dat het mogelijk voor veel consumenten niet eenvoudig is deze gelaagdheid te herkennen en er dus (niet altijd terecht) veel waarde wordt gehecht aan het advies van een adviseur (zie ook Jonas, Frey, 2003: 155).

91 Daarbij kan de adviseur de psyche manipuleren. Zo zullen bijvoorbeeld weinig consumenten daadwerkelijk op een beleggingsproduct met hoofdsomgarantie zitten te wachten. Het is de mogelijkheid tot economisch gewin in combinatie met een beperkte mate van onzekerheid over de finale uitkomst dat hen aanspreekt. Doordat de adviseur hen wijst op een product dat deze kenmerken herbergt, kan dit de interesse van de consument vergroten.

92 In de Duitse literatuur wordt melding gemaakt van het feit dat banken en andere aanbieders van financiële producten in een adviesrelatie komen, zodra zij ingaan op vragen van de afnemer. Het zou zelfs voldoende zijn indien het voor de dienstverlener duidelijk wordt dat de afnemer voor een bepaalde beleggingsbeslissing de bijzondere kennis van de bank wil benutten (Barendrecht, 1999 en Abegglen, 1995: 23).

93 Dat de beroepsmatige invulling van de term 'professional' aan een zekere erosie onderhevig is, blijkt uit hoofdstuk 11.

## II Het beleggingsadvies, de beleggingsadviseur en de financiële instelling

Redelijkerwijs, maar ook minimaal, mag dan ook worden verlangd dat de verstrekte informatie op waarheid berust. Deze informatie kan wel een zeker wervend karakter hebben en zal veelal niet direct afgestemd zijn op de persoonlijke situatie van de (potentiële) cliënt. Om een verder onderscheid te kunnen maken in de mate van vrijblijvendheid van zowel de zijde van de adviseur als van de consument, dient er een onderscheid te worden gemaakt in het *adviseren*, het *informer* en het *opiniëren*. Schilder en Nuijts (2004: 6) voegen hier de begrippen *analyseren*, *oordelen* en *interpreteren* aan toe. Deze laatste drie begrippen worden in dit verband buiten beschouwing gelaten, daar het handelingen zijn die invulling geven aan de begrippen adviseren, informeren en opiniëren. Wat zijn de verschillen tussen adviseren, informeren en opiniëren? Diegene die het advies of informatie verstrekt, zal dat doen op basis van een zekere veronderstelde kennis en ervaring. Ook kan een persoonlijke, bedrijfsmatige of sectorale opinie dit advies of deze verstrekte informatie tekenen. Op dit moment vindt de invulling van de handeling, zoals genoemd door Schilder en Nuijts (2004), plaats. Het adviseren en het informeren zullen in bepaalde omstandigheden een opiniërend karakter hebben.<sup>94</sup> De zuivere vorm van opinie, dus niet verscholen in de informatie of het advies, is te vinden in uitingen zoals leetuur, literatuur, radio en televisie. De consument zal deze opinie dan ook zelden interpreteren als een advies. Denk hierbij aan de jaarlijkse Nova Top Vijf, waarbij in januari door beleggingsadviseurs of analisten vijf aandelen worden aanbevolen als potentieel sterke stijgers voor het komende jaar op de Nederlandse effectenbeurs. Hiermee wordt de visie van een persoon of instelling verwoord die per definitie niet is afgestemd op de persoonlijke situatie van de consument. Schematisch zijn de verschillen tussen adviseren, informeren en opiniëren in tabel 3 weergegeven.

	Verantwoordelijkheid voor de interpretatie van de inhoud van de boodschap	Afstemming op de persoonlijke omstandigheden van de consument	Waardeperceptie van de consument
<b>Adviseren</b>	ligt voornamelijk bij de beroepsmatige adviseur	afstemming mag in min of meerdere mate verondersteld worden	hoog, vrijblijvendheid kan als klein worden gepercipieerd
<b>Informer</b>	ligt deels bij de zender, deels bij ontvanger	mag slechts zeer beperkt verondersteld worden	redelijk laag, vrijblijvendheid is vrij hoog
<b>Opiniëren</b>	ligt voor klein gedeelte bij de zender, voornamelijk bij de ontvanger	mag niet verondersteld worden	laag, vrijblijvendheid is hoog

Tabel 3: Het verschil tussen adviseren, informeren en opiniëren

<sup>94</sup> Zie de Wet marktmisbruik voor de eisen die bij een publieke beleggingsaanbeveling op de analisten en de journalisten van toepassing zijn.

Hoe moet het beleggingsadvies gegeven door een beleggingsadviseur in dit verband geïnterpreteerd worden? In theorie kan het beleggingsadvies beschouwd worden als een (niet-stoffelijk) geloofsgoed.<sup>95</sup> Dit in tegenstelling tot (niet-stoffelijke) ervaringsproducten en zoekproducten (Nooteboom, 2002: 127-128). Bij ervaringsproducten kan de consument de kwaliteit beoordelen na het gebruik ervan, bij zoekproducten kan men de kwaliteit van een goed of dienst *ex ante* worden beoordeeld. De kwaliteit van het advies is echter *ex ante* niet goed te beoordelen en zelfs *ex post* is dit problematisch.<sup>96</sup> Simpelweg stellen dat er koerswinst is behaald, maakt een advies beleggingstechnisch nog niet goed. In het geval dat een beleggingsadvies *ex post* niet goed uitpakt, kunnen de beleggingsadviseurs zich beroepen op een gebrek aan alwetendheid, en zeggen dat hun advies gebaseerd is op een tijd- en plaatsgebonden argumentatie (zie ook Noordegraaf-Eelens, 2004: 32). Daar de kwaliteit ook *ex post* niet objectief te meten is, maakt het verkrijgen van het perfecte advies illusoir. Voor een vastgesteld beleggingstechnisch vraagstuk zijn er meerdere problemen vast te stellen in gelijke omstandigheden, waarop meerdere (technisch correcte) oplossingen mogelijk zijn. Als het ware roept dit vraagstuk meerdere vraagstukken op. Het kunnen verstrekken van een perfect advies impliceert dat de adviseur een volledig inzicht kan krijgen in de toekomstige ontwikkelingen van de persoonlijke omstandigheden van de cliënt. Dit is onmogelijk. Ook de randvoorwaarden waarbinnen het advies is verstrekt, kunnen wijzigen. Denk hierbij aan de wet- en regelgeving, de fiscale voorwaarden, de ontwikkeling van de financiële markten etc. Zo komt het dat een perfect advies in theorie alleen *ex post* en subjectief deze kwalificatie kan verdienen. Wel kunnen perfecte omstandigheden worden nagestreefd waarin dit advies wordt verstrekt. Een beleggingsadvies impliceert namelijk maatwerk.<sup>97</sup> Waarmee wordt bedoeld dat de overwegingen die worden aangedragen voor het oplossen van een (potentieel) probleem, afdoende zijn afgestemd op de situatie van de cliënt en diens belangen a priori behartigd worden. In dit verband kunnen de vier voorwaarden die Boot (2000: 10) verbindt aan het begrip *relationship banking*, genoemd worden:

- Het intermediair vergaart informatie die verder reikt dan publiekelijk te verkrijgen informatie.

<sup>95</sup> In de economische literatuur ook wel 'credence good' genoemd.

<sup>96</sup> Ganzevoort (1999: 15) noemt 'hoffelijkheid', 'begrip' en 'zorg' als een van de belangrijkste factoren van het succes van een dienstverlenende organisatie, waarmee wordt aangegeven dat de kwaliteit van diensten niet of nauwelijks rationeel aantoonbaar zijn.

<sup>97</sup> Daarbij moet in acht worden genomen dat binnen de effectenbranche ook 'confectie'-dienstverlening, die alleen volgens een vast stramen kan worden afgenomen, wel degelijk (basaal) moet worden getoetst aan de eisen en wensen van de particuliere belegger. Denk hierbij aan gestandaardiseerde adviezen in beleggingsfondsen. Ook de dienstverlening waarbij er geen sprake is van persoonlijke advisering, zoals *execution-only*, dient te voldoen aan enkele (gepersonaliseerde) toetsingscriteria zoals het verkort profiel of elementair profiel (zie uitspraak KCD 2003-131) en de saldotoets (zie artikel 28 lid 1 Nadere Regeling gedragstoezicht effectenverkeer 2002 en Van Bommel en Zebregs, 2003: 211-220).

## II Het beleggingsadvies, de beleggingsadviseur en de financiële instelling

- Informatie wordt verkregen tijdens regelmatige persoonlijke interactie met cliënten, vaak doordat er meerdere financiële diensten worden afgenomen.
- De verkregen informatie blijft vertrouwelijk.
- De relatie is doorgaans van langdurige aard of heeft deze intentie.

Hoe het advies binnen beleggingsadvisering verder vorm krijgt, blijkt uit de volgende paragraaf.

### 3.3 Het (beleggings)adviestraject

Om het (beleggings)adviestraject nader te analyseren is er in deze paragraaf een onderscheid gemaakt tussen het adviesproces gezien vanuit de consument en gezien vanuit de adviseur en de adviserende instelling.

#### 3.3.1 Het adviesproces vanuit de consument gezien

Jonker (1993: 128-135) beschrijft het adviestraject (interactiedimensie) vanuit de consument, door het selectieproces van de adviseur te onderscheiden op basis van drie deelprocessen. In het eerste deelproces (probleemdimensie) wordt het probleem waarop de adviseur zich richt, benoemd. In het tweede deelproces (contextdimensie) vindt de afweging plaats of de consument het probleem zelf kan oplossen of dat er een specialist van buiten moet worden geraadpleegd. In het derde deelproces (adviesdimensie) staat het selectieproces van de 'juiste' adviseur centraal. Deze fasen hebben met name betrekking op het 'preadviesproces'. Het is relevant te onderkennen dat dit proces cruciaal kan zijn voor de adviseur. In de genoemde fasen wordt door de consument (dan nog 'prospect' genoemd) antwoord gezocht op relevante vraagstukken als: 'Heb ik een probleem of zou ik een probleem kunnen hebben? Zo ja, los ik dit probleem zelf op? Zo nee, wie benader ik om dit probleem alsnog op te lossen?' In het geval een consument constateert dat er een (potentieel) probleem is en dat de oplossingen extern moeten worden gezocht, gaat hij op zoek naar de beschikbaarheid van diensten of producten. Hij zal bezien welke vraag en welk aanbod er op de markt te vinden zijn. De financiële wereld is dermate complex dat de niet-gespecialiseerden daarin al snel verloren rond lopen. De financiële instelling, bij monde van onder andere de beleggingsadviseur, opent deze wereld voor de consument en laat zien waar deze staat en wat diens vooruitzichten kunnen zijn (Noordegraaf-Eelens, 2004: 18). Aanbieders zetten in deze fase marketing in om

zo in te spelen op dit (emotionele) moment bij de consument. Indien een persoon reeds cliënt is bij een financiële instelling, dan zullen de bestaande ervaringen met de instelling een rol spelen bij de vraag of hij bereid is zich nader te oriënteren binnen deze instelling als het gaat om bijvoorbeeld het vaststellen van een beleggingsprobleem en vervolgens het aanbrengen van verbeteringen in diens financiële situatie. Zijn de eerdere ervaringen met de financiële instelling goed en langdurig,<sup>98</sup> dan zal het voor de beleggingsadviseur niet bijzonder lastig zijn het vertrouwen van de potentiële belegger te winnen.

Een geheel andere situatie is die van een potentiële belegger die zich bij een nieuwe organisatie oriënteert op de mogelijkheden van het aangaan van een overeenkomst tot dienst. Deze oriëntatie kan geheel zelfstandig gestart zijn. De particuliere belegger vermoedt dat er een financieel probleem is of dat er een financieel voordeel behaald kan worden bij het aangaan van een overeenkomst. Het is dan de particuliere belegger die doelbewust contact legt met een financiële instelling. Dat deze situatie in beginsel eenvoudiger is voor de beleggingsadviseur is evident. De particuliere belegger heeft zichzelf min of meer overtuigd van de toegevoegde waarde van de dienst van de beleggingsadviseur.

Anders is de situatie waarbij de beleggingsadviseur de potentiële belegger benadert voor het aanbieden van zijn diensten.<sup>99</sup> Deze belegger moet waarschijnlijk nog geheel overtuigd worden van de toegevoegde waarde van de dienstverlening. In de drie genoemde situaties zal de potentiële belegger een zeker geloof moeten hebben of kunnen krijgen in het 'medicijn' beleggen. In het geval dat eerdere ervaringen met beleggen negatief zijn, zal dit geloof maar beperkt of in het geheel niet aanwezig zijn. De fase waarin de kwaliteiten van het product of de dienst uitvoerig tentoongespreid worden, wordt ook wel *contactfase* genoemd. In de *fase van contract* zal de consument deze kwaliteiten beoordelen en tot een overeenkomst komen met de aanbieder. In deze fase is een zekere cognitieve nabijheid nodig voor gedeelde percepties, waarden en interpretaties. In de laatste fase, *de controle*, zal de consument toezien op de uitvoering van de overeenkomst en worden eventuele meningsverschillen en conflicten over de uitvoering van de overeenkomst besproken. Hier vindt heronderhandeling, rechtspraak en verlies van investering

<sup>98</sup> Holmlund en Kock (1996) hebben onderzoek gedaan naar relatievorming in het retailbankbedrijf in Finland. Zij toonden aan dat, wil er een langdurige en stabiele relatie worden opgebouwd, de cliënt het gevoel moet hebben dat hij wat wint aan deze relatie. Carpenter (1997) deed onderzoek naar de relatie tussen banken en hun kleine zakelijke cliënten. In die gevallen dat de bank haar werk goed deed of de belangen van de cliënt centraal stelde, werd de relatie door de cliënt als zinvol gepercipieerd. Bleek dit naar de mening van de cliënt niet het geval, dan was hij snel bereid alternatieve aanbieders te zoeken (Carpenter, 1997: 35-36).

<sup>99</sup> Hierbij dient acht geslagen te worden op het verbod op *cold calling* (zie artikel 26 Nadere Regeling gedragstoezicht effectenverkeer 2002).

## II Het beleggingsadvies, de beleggingsadviseur en de financiële instelling

plaats. In ieder van de drie fasen speelt onzekerheid een rol. Hoe groter de onzekerheid voor de consument is, des te groter de rol van vertrouwen in de andere partij zal zijn. Informatie- en communicatietechnologie (ICT) kan in de fase van contract eveneens een rol spelen, aangezien hiermee een wezenlijke bijdrage kan worden geleverd aan het verlagen van de transactiekosten. Ook kan ICT worden ingezet als controlemiddel (Nootboom, 2002: 124-127). Binnen de effectenbranche is de komst van de *E-brokerage* en vergelijkingssites op internet daarvan een voorbeeld. Op relatief eenvoudige wijze kan de particuliere belegger vergelijkingen maken tussen verschillende beleggingsproducten en zo de meest aantrekkelijke propositie kiezen. De toegenomen transparantie en concurrentie hebben zo voor een aanzienlijke verlaging van de transactiekosten gezorgd. Nootboom (2002: 127) stelt dat ICT weliswaar de transactiekosten verlaagt, maar dat dit nog niet impliceert dat vertrouwen minder belangrijk is. In het verlengde van deze stelling past de constatering dat ICT met name bij zoekproducten sterk reducerend werkt op de transactiekosten. Dit zijn vaak homogene of beperkt heterogene producten waarvan de kwaliteit vóór consumptie bepaald wordt, hetgeen een onderlinge vergelijking mogelijk maakt. Anders is dit bij geloofsproducten en ervaringsproducten. Bij geloofsproducten is zelfs ná gebruik van het product de kwaliteit niet vast te stellen. In deze categorie past het beleggingsadvies. De diensten van deze adviseurs worden vaak beoordeeld op minder relevante maar toegankelijke aspecten als vriendelijkheid, uiterlijkheden (zoals de locatie en de inrichting van het kantoor), de aard van de cliëntèle en het gebruik van academische titulatuur. Met name bij geloofs- en ervaringsproducten vormt een zekere mate van afhankelijkheid de basis van de relatie. Afhankelijkheid ontstaat vooral in het geval de kosten van omschakeling van de ene naar de andere relatie hoog zijn. De investeringen die vooraf aan deze relatie zijn gedaan, kunnen bij een omschakeling naar een andere relatie teniet worden gedaan. Zo zal een particuliere belegger die al jaren via een vaste beleggingsadviseur adviezen krijgt, mits de kwaliteit van zijn diensten acceptabel is, minder snel geneigd zijn naar de concurrent te stappen. De kennis die deze adviseur heeft van de persoonlijke omstandigheden van de cliënt, maakt dat deze als het ware ingesloten is in eenzijdige afhankelijkheid.<sup>100</sup> Dat de macht hierdoor in toenemende mate bij de financiële instelling is komen te liggen, blijkt ook uit § 5.1.1.

<sup>100</sup> Uit onderzoek uitgevoerd onder particulieren in het Verenigd Koninkrijk door The Financial Services Authority (FSA) in 2004 blijkt dat met name lager financieel opgeleiden sterk afhankelijk zijn van anderen, als het gaat om informatie en advies. Zij geven, meer dan middelbaar en hoger financieel opgeleiden, de voorkeur aan het persoonlijke contact met een adviseur. Dezelfde groep verwerpt vaak de eigen verantwoordelijkheid voor de kwaliteit van het advies en het afgenomen product en houdt hiervoor de adviseur aansprakelijk. De middelbaar financieel opgeleiden kijken eveneens naar de prestaties van de instelling of het fonds, terwijl hoger financieel opgeleiden naar de fondsbeheerder, de resultaten van de financiële instelling en de gehele fondssector kijken.

### 3.3.2 Het adviesproces vanuit de financiële instelling bezien

Het interactieproces tussen de financiële instelling en de cliënt, gezien vanuit de financiële instelling, bestaat primair uit twee componenten: de inhoud van de interactie en het interactieproces zelf (Howcroft, Hewer, Durkin, 2003: 1003-1004). Voorts is het interactieproces secundair onder te verdelen in drie fasen: inventariseren, analyseren en informeren (Schilder, Nuijts, 2004: 28). Binnen de beleggingsadvisering bestaat het interactieproces uit twee dimensies: frequentie en looptijd. Volgens Venkateson en Anderson (1985: 52-55) zijn deze twee dimensies omgekeerd aan elkaar gerelateerd. Contacten met een hoge frequentie duren vaak kort en vice versa. Als aanvulling op deze twee dimensies kent het interactieproces twee aspecten: de *betrokkenheid* en de *confidentie*. Hierbij is betrokkenheid met name gericht op de mate van contact tussen de consument en de dienstverlener (Chase, 1978: 138), de mate waarin wordt getracht de consument te beheersen (Bateson en Hui, 1991: 174) en de mate van personalisatie binnen een interactieproces (Suprenant en Solomon, 1985). Confidentie staat voor de mate van complexiteit en divergentie in het interactieproces (Shostack, 1987: 35). Ook het beheersen van de factor onzekerheid (risico), die van nature onderdeel is bij financiële producten, behoort hiertoe. De inhoud van de interactie bestaat dan uit het uitwisselen van economische en sociale informatie (Czepiel, 1990: 14; Johanson en Mattsson, 1987: 37-38). Het uitwisselen van economische informatie – en hiermee een functie vervullen in het overbruggen van de asymmetrie in de relatie en zo het transitieproces op de kapitaalmarkt faciliteren – raakt de kern van de advisering door financiële instellingen. De sociale uitwisseling bestaat uit het contact tussen twee (of meer) mensen die informatie delen. Deze vorm van interactie is traditioneel van belang bij het doen van financiële transacties.

In bovenstaande beschrijving wordt een aantal onderdelen gemist die van wezenlijk belang en kenmerkend zijn voor het beleggingsadvies. Naast de door Schilder en Nuijts (2004: 28) genoemde fasen (inventariseren, analyseren en informeren) is de ‘preoperationalisatiefase’, waar kennismaking, imponeren en emotioneel binden bij beleggingsadvisering een rol spelen, belangrijk. Dit gaat een stap verder dan betrokkenheid. Weliswaar wordt uiteindelijk gepoogd de cliënt te beheersen, maar bij imponeren wordt getracht de asymmetrie in kennis en/of ervaring doelbewust te conserveren. In het volgende schema zijn drie fasen verwoord, waarbij wordt gezien welke potentieel zwakke onderdelen in het beleggingsadviestraject signaleerd kunnen worden. De waarschijnlijkheid van het bestaan van deze zwakke punten wordt later in het documentenonderzoek en de enquêtes getoetst.

## II Het beleggingsadvies, de beleggingsadviseur en de financiële instelling

Fase	Doel	Potentiële zwakheden
<i>Fase 1: (preoperationaliteit) Kennismaking, imponeren en emotioneel binden</i>	a) Bevestigen asymmetrie in kennis en ervaring tussen de adviseur en de prospect b) Financiële soliditeit van de financiële instelling benadrukken c) Latente behoeften bij de prospect manifest maken	a) Misbruiken van asymmetrie in kennis en ervaring b) Manipuleren van <i>trackrecord</i>
<i>Fase 2: Inventariseren</i>	a) Advies adequaat afstemmen op persoonlijke situatie van de prospect/cliënt <sup>101</sup> b) Verder versterken van de band en de afhankelijkheid van de prospect/cliënt vergroten	a) Onjuist gebruik van het risicoprofiel b) Onvoldoende onderzoek naar de persoonlijke (financiële) omstandigheden van de cliënt
<i>Fase 3: Analyseren en informeren (diagnostiek)</i>	a) Aandragen van oplossingen aan de prospect/cliënt b) 'Verkopen' van de oplossing c) Borging van de relatie	a) Persoonlijke situatie staat niet centraal, maar de financiële producten b) Economische doelstellingen instelling/adviseur (te zwaar) mee laten wegen in aard advies c) Onvolledig zijn in de kostenstructuur

Tabel 4: Inzicht in fasen, doelen en zwakke onderdelen van het beleggingsadviestraject

Indien een probleem wel latent, maar nog niet manifest is gemaakt, dan zal het van de proactiviteit van de adviseur afhangen in hoeverre er een advies zal worden uitgebracht. Daarbij hoeft een cliënt niet altijd zelfstandig de symptomen van het 'probleem' te herkennen. Om in een metafoor uit de geneeskunst te spreken: een individu die buikpijn heeft, zal dit niet direct als het symptoom voor een buikvliesontsteking herkennen en de huisarts om advies vragen. Daarnaast mag van een deskundig verondersteld persoon verwacht worden, alvorens een diagnose te stellen, dat deze verregaand onderzoek doet en niet sec afgaat op de informatie van de patiënt. Over deze onderzoeksplicht komen we in § 3.3.5 nader te spreken. Echter, een beleggingsadviseur kan de inventarisatie-gesprekken 'misbruiken' door zich te sterk te richten op één doel: het vastleggen van het risicoprofiel. Hierbij zou de beleggingsadviseur teveel gespist kunnen zijn op het vaststellen en vastleggen van het risicoprofiel en daardoor het gesprek teveel sturen. Het vastleggen van het risicoprofiel wordt zodoende een doel. Op deze manier bestaat de kans dat er waardevolle, commerciële en inhoudelijke informatie wordt gemist.

### 3.3.3 Vertrouwen binnen een asymmetrische verhouding

Ieder mens heeft bepaalde lichamelijke en geestelijke behoeften te bevredigen. Galbraith (1958, in Velasquez, 2002: 359) onderscheidt verlangens van consumenten in twee typologieën: de fysieke en de psychologische. Bij een fysieke

<sup>101</sup> Er wordt hier bewust gesproken van prospect/cliënt, aangezien deze fasen bij zowel potentiële cliënten als bij cliënten kunnen worden doorlopen.



basis moet gedacht worden aan voedsel en onderdak. De mens is als het ware voorgeprogrammeerd in zijn bestaan en is relatief immuun voor exogene overredingskracht tot anders handelen. Er zullen maar weinig mensen zijn die zich laten overhalen vrijwillig niet meer te eten of hun woning te verlaten. Daarbij levert het bevredigen van de fysieke behoeften nauwelijks status op. De psychologische basis voor het consumentenverlangen wordt daarentegen gevormd door goederen die de consument een gevoel van persoonlijk geleverde prestatie geven. Waarde wordt gecreëerd doordat mensen ergens bij willen horen, een verlangen waaraan voldaan kan worden door zich te identificeren met bepaalde merken, maar ook door aansluiting te zoeken bij netwerken (Noordegraaf-Eelens, 2004: 36). Hiermee wordt bereikt dat de consument het gevoel krijgt gelijk te zijn aan zijn referentiegroep en wordt zijn subjectief gevoel van gezondheid verhoogd alsmede een conventionele schoonheid of andere psychologische genoegdoening bereikt. Plannen en voornemens maken hiervan onderdeel uit, waarbij het individu zijn hele wezen investeert en invulling geeft aan zijn identiteit. Opgeven kan alleen met een sterk gevoel van wroeging. Er staat voor de consument dus veel op het spel. 'Voorprogrammering' in het bevredigen van diverse gradaties in behoeften maakt nog niet dat de consument niet gemanipuleerd kan worden. Exogene factoren vormen bij uitstek de psychologische basis waarop de consument kan worden gestuurd, gecontroleerd of zelfs gemanipuleerd. Familie, kennissen, collega's, maar ook onbekenden op straat beïnvloeden ons gedrag.<sup>102</sup> Door aanwezige of latent aanwezige behoeften manifest te maken, treedt een economische cyclus in werking. De consument is hierbij in alle omstandigheden vrij om rationeel te kiezen, rekening houdend met de verwachte kosten en baten teneinde tot een optimale bevrediging van zowel de fysieke als de psychologische behoeften te komen: de consument als een *Homo oeconomicus* (zie ook: Willemsen, 1992: 201).

Om de relatie tussen de cliënt en de financiële instelling te doorgronden is het belangrijk de verschillende behoeften van de consument te begrijpen. Normann en Haikola (1986) benoemen twee basisbehoeften van consumenten die betrekking hebben op financiële diensten: het in evenwicht houden van de consumptie over een bepaalde periode, waardoor men zich zodoende primair richt op diensten als sparen en lenen. De tweede basisbehoefte van consumenten is gericht op de behoefte kapitaal te verplaatsen tussen verschillende partijen bin-

<sup>102</sup> De onbekende in optima forma is de bekende Nederlander, die een voorbeeldfunctie voor velen vervult. Hierbij speelt reclame in de media een sturende rol. Zij ondersteunen commerciële belangen en zijn hiermee een verlengstuk van de producent als spreekbuis naar de consument.

## II Het beleggingsadvies, de beleggingsadviseur en de financiële instelling

nen het economische stelsel. Deze verplaatsing, die met behulp van transacties wordt uitgevoerd, is op haar beurt weer onder te verdelen in het bevredigen van basisbehoeften en hoogwaardige behoeften<sup>103</sup> (Howcroft, Hewer en Durkin, 2003: 1005). Het doen van transacties om in primaire behoeften te voorzien, vergt relatief weinig interactie tussen de consument en de financiële instelling. Enerzijds uit kostenoverwegingen, anderzijds omdat een directe interactie geen toegevoegde waarde oplevert voor noch de cliënt, noch de financiële instelling. Maar de consument is vaker in een afhankelijke positie dan in een positie waarin hij macht kan uitoefenen over anderen. Hij is lang niet altijd in staat afdoende onderzoek te verrichten en afwegingen zuiver economisch te maken. Hij zoekt begeleiding van een deskundige, zoals een beleggingsadviseur van een financiële instelling. Dit maakt de financiële instelling volgens sommigen een machtig<sup>104</sup> instituut (Bovens, 1990: 15, Galbraith, 1967: 72) dat vergelijkbaar is met de overheid (Barendrecht *et al.*, 2002b: 154). De informatievervalsing door de banken dient dusdanig te zijn dat de cliënt in voldoende mate een afweging kan maken bij de aanschaf van financiële producten.

De transacties die in een hoogwaardige behoefte voorzien, zijn onder te verdelen in *gemiddeld specialistische transacties* en *specialistische transacties*. Met gemiddeld specialistische transacties worden bepaalde financiële producten bedoeld die een gemiddelde mate van kennis en vaardigheden vergen van de bankadviseur. Denk hierbij aan standaardverzekeringen, betaal-, spaar-, en leenproducten. Specialistische transacties daarentegen, door Gupta en Torkzadeh (1988: 42) betiteld als *high contact services*, vergen een hoge mate van kennis en vaardigheden van de bankadviseur. Veelal hebben deze transacties betrekking op pensioenproducten en beleggingsproducten vanwege de complexe financiële of juridische implicaties die deze producten kunnen hebben op de financiële positie van een consument. Het door de bank gewekte vertrouwen en de deskundigheid die van de bank verwacht mag worden in relatie tot de (geringere) mate van de deskundigheid bij de cliënt, bezorgen de bank een bijzondere verantwoordelijkheid. Door deze hoedanigheid in het maatschappelijke verkeer, maar bovenal gezien de spilfunctie in de financiële wereld, rust op de bank een (bijzondere) zorgplicht (zie

103 Door Howcroft, Hewer en Durkin (2003: 1005) 'basic consumer needs' en 'high level needs' genoemd.

104 Bovens (1990: 20-24) benoemt vier aspecten waarop het individu maatschappelijk gezien verschilt ten opzichte van organisaties. Organisaties beschikken ten opzichte van het individu over een veelvoud van financiële, technische en administratieve middelen, waardoor zij ook een ruime informatievoorsprong hebben op individuele klanten. Verder is er het verschil in levensduur. Organisaties kunnen in principe eeuwigdurend zijn. Ook de mate van afhankelijkheid is verschillend. Met name grotere ondernemingen zijn vaak oligopolist of soms zelfs nog monopolist. In beginsel is het individu afhankelijk van de organisatie, terwijl dit omgekeerd maar zeer beperkt is. Tot slot brengen organisaties nieuwe producten of diensten op de markt die risico's met zich meebrengen voor individuele burgers of de samenleving in zijn geheel.

ook Du Perron, 1999: 297-298). Zonder hiermee overigens de verantwoordelijkheid van de particuliere belegger op de financiële markten te willen minimaliseren (zie § 6.4). Ook dient de bank zich op te stellen als een betrouwbare partner. Hiermee heeft zij weliswaar niet direct de eis van deskundigheid en redelijke bekwaamheid, maar wel een eis van morele en integere aard. In de studie van Howcroft, Hewer en Durkin (2003: 1001-1020), waar gebruik werd gemaakt van discussiegroepen, is aangetoond dat – zodra financiële producten gecompliceerd worden en *ex ante* een grote mate van onzekerheid kennen, die door conventionele onderzoek- en koopcriteria niet te ondervangen zijn – de looptijd van de interactie met de financiële instelling lang is en consumenten zelfs bereid zijn om een deel van de verantwoordelijkheid in het beslisproces over te dragen aan een derde partij.

Juist in bovengenoemde omstandigheden zijn loyaliteit, vertrouwen, reputatie en imago belangrijke ingrediënten voor de relatie tussen de consument en de financiële instelling (zie ook Beckett, Hewer en Howcroft, 2000: 16). Bij gemiddeld gespecialiseerde, maar bovenal bij gespecialiseerde transacties, speelt vertrouwdeheid, geloof en vertrouwen een belangrijke rol. Het is belangrijk om deze begrippen goed van elkaar te onderscheiden (Luhmann, 1988: 94-107). Vertrouwdeheid betekent: 'redeneren vanuit een routine', 'bekend zijn met' en 'verwachten dat het gaat zoals altijd'. Vertrouwdeheid geeft een zekere repetitie aan van handelen of denken. Geloof betekent iets aannemen op grond van wenselijkheden en hoop. De kans op teleurstelling is groot, aangezien er veelal geen getoetste redenering achter de wenselijkheid of hoop zit. Vertrouwen zit tussen vertrouwdeheid en geloof in, waarbij het als het ware de smeerolie is die het aangaan van relaties draaglijk moet maken. Dit vertrouwen moet ervoor zorgen dat transactiekosten worden beperkt of zelfs worden geminimaliseerd en is zodoende verbonden met de beschikbaarheid van waardevolle informatie. Een participant in een (potentiële) relatie wordt verondersteld informatie te hebben, terwijl de andere participant waarde hecht aan deze informatie. Het ene individu neemt aan dat het andere individu, als deze de kans zou krijgen, hem niet zou schaden. Weliswaar heeft het ene individu de vrijheid de ander teleur te stellen, maar die vrijheid wordt beperkt door de aantrekkingskracht van de relatie (Gambetta, 1988: 218-219). Sejersted (1996: 77) maakt een verder onderscheid tussen pragmatisch en moreel vertrouwen. Pragmatisch vertrouwen is gebaseerd op feitelijke criteria: de competentie van een adviseur gezien de resultaten die eerder of elders bereikt zijn. Daarbij is het denkbaar dat diens statuut (zonder dat direct bekend is wat iemand eerder gedaan heeft) een rol kan spelen. Moreel vertrouwen is daarbij gebaseerd op een overtuiging, een aanvoelen: een korte toetsing

## II Het beleggingsadvies, de beleggingsadviseur en de financiële instelling

van de integriteit van een adviseur gezien de waarden die worden gedeeld met de cliënt. Dat dit fragiel is, blijkt in het geval er handelingen zijn verricht die alleen in het voordeel zijn geweest van de adviseur. Op dat moment is iedere basis voor dit vertrouwen verdwenen. Indien er vervolgens wordt besloten geen gebruik meer te maken van de diensten van deze adviseur of 'vertrouwenspersoon', dan zal de negatieve ervaring ook zijn weerslag hebben op een nieuwe relatie met een vertrouwenspersoon, ondanks het feit dat deze nieuwe vertrouwenspersoon niet op de hoogte zal zijn van deze negatieve ervaring en mogelijk wel integer is.

Een aanvulling op het pragmatisch en moreel vertrouwen is het hebben van een blind vertrouwen.<sup>105</sup> Deze (extreem) sterke mate van afhankelijkheid ontstaat indien iemand een ander een zeer sterke betrouwbaarheid toedicht, zonder dat deze persoon de diepere gevoelens of wensen van de ander kent. Een extreme vorm van blind vertrouwen is die van een persoon die voor de eerste keer een tandemparachutesprong maakt. Zonder de instructeur te kennen springt deze persoon uit het vliegtuig in het vertrouwen dat de instructeur weet wat hij doet.<sup>106</sup> Zolang men zich niet bewust is van de gevolgen van het blinde vertrouwen in iemand, hoeft dit geen probleem te zijn. Wordt men zich bewust van deze afhankelijkheid door een nare ervaring, dan kan de ondeskundigheid en de afhankelijkheid als onplezierig ervaren worden. De mate hangt echter sterk samen met de belangen die de afhankelijke heeft. In de afhankelijkheidspositie, zoals eerder genoemd met de parachute-instructeur, dient het vertrouwen in een kort tijdsbestek opgebouwd te worden door een aantal factoren. Imago en reputatie spelen in dit proces een belangrijke rol. Evenzogoed in andere situaties zal de afhankelijke persoon, mits er alternatieven zijn, zonder een positief beeld van imago en reputatie geen beroep doen op de diensten van de persoon of de instelling. Ook de positieve of negatieve eigen ervaringen zijn van belang. In tabel 5 zijn de behoeften van de consument naar financiële diensten weergegeven.

<sup>105</sup> Zie *Het Financieel Dagblad* van 29 juli 2005 over een beleggingsadviseur die ervan beschuldigd wordt € 123 mln. van voornamelijk particuliere beleggers te hebben verduisterd. Deze beleggers bleken het blinde vertrouwen in deze persoon te hebben dat hij de zeer hoge voorgespiegelde rendementen daadwerkelijk zou realiseren.

<sup>106</sup> Overigens is er in de vergelijking met een beleggingsadviseur een belangrijk onderscheid te maken. De parachute-instructeur zal zelf direct de negatieve consequenties van zijn falend handelen ondervinden, terwijl een beleggingsadviseur zelden zelf de consequenties van verkeerd uitgepakte beleggingsadviezen ondervindt.

	Mate van importantie voor de cliënt	Vereist van de adviseur	Verkrijgt van de cliënt doorgaans	Voorbeeld van diensten c.q. producten
<b>Basis-behoefte</b>	<i>laag</i>	lage mate van expertise	lage interesse en loyaliteit; hierdoor ook lage mutatiedrang bij de cliënt	betaaldiensten (gemiddeld gespecialiseerde transacties)
<b>Hoogwaardige behoefte</b>	<i>gemiddeld</i>	gemiddelde mate van expertise	gemiddelde interesse, niet bijzonder hoge mutatiedrang, veelal zijn kosten wel een overweging	standaard verzekerings-, spaar- en leenproducten (gemiddeld gespecialiseerde transacties)
	<i>gemiddeld tot hoog</i>	hoge mate van expertise	hoge interesse en loyaliteit, lage mutatiedrang	complexe verzekerings- en beleggingsproducten (gespecialiseerde transacties)

Tabel 5: Behoeften van de consument naar financiële diensten

Wat is de rol van ‘vertrouwen’ in de financiële dienstverlening? Voordat een beleggingsadvies verstrekt wordt, zal eerst door de (potentiële) cliënt moeten worden afgewogen of een advies wenselijk of noodzakelijk is en welke vorm van dienst de cliënt wenst. Grönroos (1997: 408-409) hanteert twee oriëntaties waarop de cliënt zijn relatie baseert: de relationele en de transactionele oriëntatie. Binnen de transactionele oriëntatie staat de cliënt niet open voor relationele invitatie en de prioriteiten zijn gecentreerd rondom prijs, gemak en executie van de order. Deze personen zullen veelal gebruik maken van *execution-only* diensten van de financiële instelling. Hieraan kunnen economische overwegingen ten grondslag liggen. Daarnaast zijn er cliënten die in eerste aanzet wel relatiegeoriënteerd waren, maar ontevreden zijn over deze relatie en alsnog een transactieoriëntatie prefereren. Binnen de relationele oriëntatie maakt Grönroos (1997: 409) een onderscheid in actief en passief. Bij de actieve relationele oriëntatie zoeken cliënten contact, terwijl de passief-relationele cliënten tevreden zijn indien zij weten dat de instelling er is voor hen, indien zij deze nodig mochten hebben. Deze relationele oriëntatie, waar eveneens de beleggingsadviseur zich op richt, is verder door Gwinner, Gremler en Bitner (1998) onderzocht. Een van de aspecten die van belang zijn binnen de relationele oriëntatie, is vertrouwen.<sup>107</sup> Dit vertrouwen bestaat uit het verminderen van het gevoel van risico en bezorgdheid bij de cliënt en het verhogen van het geloof in de dienstverlener, waarbij het beheersen van de verwachtingen van de cliënt ten aanzien van de instelling centraal staat (zie ook Gwinner, Gremler en Bitner, 1998: 102). Uit onderzoek (Howcroft, Hewer en Durkin, 2003: 1017) komt naar voren dat de aard van de financiële dienst met name zorgt voor de keuze van het distributie-

<sup>107</sup> Vertrouwen kan gedefinieerd worden als: “Confidence in the ability and intention of a buyer to pay at a future time for good supplied without present payment” (Gambetta, 1988: 33).

## II Het beleggingsadvies, de beleggingsadviseur en de financiële instelling

kanaal. Hierbij zou persoonlijk contact, ongeacht leeftijd en sociale klasse, de voorkeur hebben bij het aanschaffen van gespecialiseerde financiële diensten, zoals pensioen en beleggingen. En juist hierin is een verandering opgetreden. Vertrouwen, dat van belang is bij het aanschaffen van financiële diensten, is de laatste jaren op andere uitgangspunten gebaseerd. Mede daardoor is de verdeling zoals Grönroos (1997: 408-411) deze maakt, niet geheel meer van toepassing op de Nederlandse financiële dienstverlening.

Welke ontwikkeling is zichtbaar? Naast de transactiegeoriënteerde belegger die er bewust voor kiest niet relatiegeoriënteerd te zijn, is er de belegger die wellicht wel relatiegeoriënteerd is, maar door de financiële instelling gedwongen wordt transactiegeoriënteerd te zijn. Om dit te verklaren moeten we terug naar de basis van een relatie: reciprociteit. Deze reciprociteit bestaat uit een continue beoordeling van de kosten-batenverhouding binnen een relatie. Wenst een der partijen controle uit te oefenen over de andere, dan zal de wederpartij trachten de kosten te verhogen alvorens zich te laten beheersen. Wanneer een relatie tussen twee personen of een instelling en een persoon wordt aangegaan, zullen beide partijen vooraf bepalen welke kosten zij maximaal willen maken alvorens de relatie te beëindigen. Wil één van de partijen bijvoorbeeld graag informatie van de ander over een onderwerp, dan zal deze partij bereid zijn om meer kosten te maken dan een andere partij in een vergelijkbare positie.<sup>108</sup> Efficiëntie binnen minimale kwaliteitseisen zal hierbij een cruciale rol spelen. De kwaliteit van een beleggingsadvies zal mede afhankelijk zijn van de financiële belangen die de betreffende instelling heeft bij een particuliere belegger, maar behoeft een minimum. De aard van de dienst brengt met zich mee dat het onmogelijk is volledige standaarden te vervaardigen voor een beleggingsadvies. Persoonlijke aandacht vergt tijd. Wil er tijd geïnvesteerd worden in een particuliere belegger, dan zullen hiertoe middelen beschikbaar moeten worden gesteld. Deze middelen zijn schaars en op die grond kostbaar. De particuliere belegger zal deze kosten moeten dragen. Het controleren en beheren van de financiële belangen van een cliënt is vervolgens sterk afhankelijk van de verwantschap tussen de financiële instelling en een cliënt welke ontstaat uit *relationship banking*.<sup>109</sup> De term *relationship banking* impliceert dat er niet alleen vertrouwelijk wordt omgegaan met de verkregen informatie, maar dat er ook sprake is van minimaal eenzijdig vertrou-

<sup>108</sup> Concreet betekent dit dat het mogelijk is dat de beleggingsadviseur minder inkomen verwerft zonder informatie van de klant, en de klant geen of minder inkomen verwerft zonder informatie van de beleggingsadviseur (zie voor vergelijkbare opmerking ook Noordegraaf-Eelens, 2004: 41).

<sup>109</sup> Boot (2000: 10) verwoordt de relatie tussen banken en geldverstrekkers als volgt: "The monitoring of pledged collateral may crucially depend on the proximity between bank and borrower that comes with relationship banking."

wen vanuit de particuliere belegger naar de beleggingsadviseur toe. De particuliere belegger verstrekt informatie en vertrouwt op het deskundige oordeel van de expert, in dit verband de beleggingsadviseur. Binnen deze verwantschap zal de adviseur zich moeten verdiepen in de behoeften en in het cliëntenprofiel en (veelal) het risicoprofiel van de cliënt (Wessels, 1995: 76). In de praktijk zijn dit in de financiële situatie van de particuliere belegger, zijn beleggingservaring en zijn doeleinden.<sup>110</sup>

Was tot voor tien jaar geleden het persoonlijk contact met een beleggingsadviseur, waarbij het inschatten van diens moraliteit en integriteit doorslaggevend was, nog de basis om zaken te doen, tegenwoordig is dit veel meer gebaseerd op marketing in combinatie met een juiste productmix. Grote, vertrouwenwekkende instellingen in combinatie met een goed merkenbeleid, moeten nu het gevoel van risico wegnemen bij een grote groep (kleinere) particuliere beleggers. De productmix van de instellingen is afgestemd op het min of meer anoniem bedienen van een grote groep particuliere beleggers. Gestructureerde producten,<sup>111</sup> zoals garantieproducten en clickfondsen, blijken in een grote behoefte van de particuliere belegger te voorzien. Het is volgens Boot (2002: 33) de weinige discipline van de consumenten om de werking van deze producten daadwerkelijk te doorgronden. Aanbieders komen zo weg met slechte service en gebrek aan transparantie en verantwoording. Dit is evenwel niet op alle cliënten van toepassing. Welgestelde cliënten voelen zich minder gevangen in de relatie met de financiële instelling en worden met minder hoge bankkosten geconfronteerd. Daarnaast hebben zij meer keuzevrijheid en controle over het vraagstuk of zij de relatie willen continueren (Howcroft, Hewer en Durkin, 2003: 1003). Zij zullen minder snel in gestandaardiseerde beleggingsproducten geadviseerd worden en kunnen nog een beroep doen op de persoonlijke dienstverlening. Hierbij speelt het vertrouwen in de persoon van de beleggingsadviseur vaker een cruciale rol dan bij minder welgestelde cliënten.<sup>112</sup> Dit vertrouwen wordt regelmatig door de particuliere belegger getoetst, waardoor de relatie fragieler lijkt te zijn dan de productgeoriënteerde relatie. Indien er sprake is van een langdurig vertrouwen, dan zal dit overigens niet het

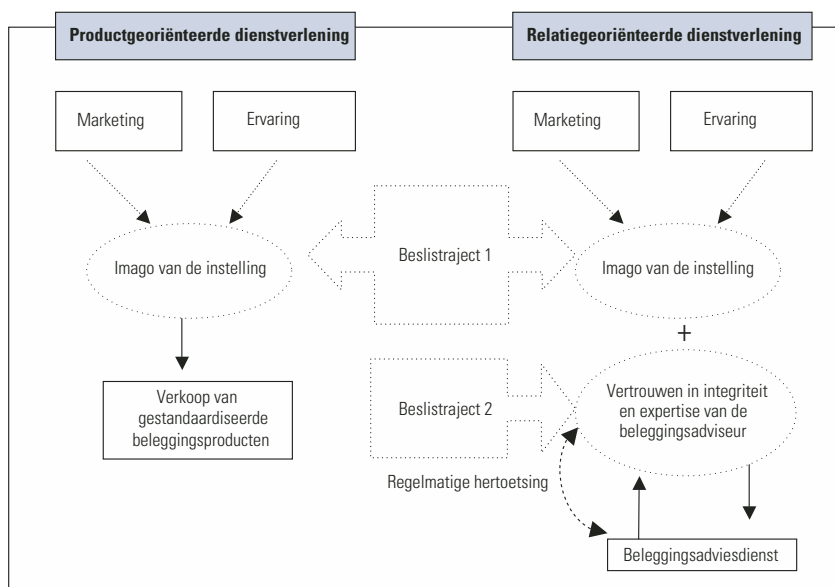
110 Zie artikel 28 lid 1 en 43 lid 1, Nadere Regeling toezicht effectenverkeer 2002. Hierover Grundmann-van de Krol (1999: 220). Voor kritische kanttekeningen zie Loonen (2003: 75-78). Het verschil tussen beleggingservaring en beleggingskennis is onvoldoende duidelijk. In de Nadere Regeling gedragstoezicht effectenverkeer 2002 wordt alleen gesproken van 'beleggingservaring', terwijl in de jurisprudentie (zie o.a. uitspraken KCB 1999-66, KCB 1998-87, KCB 1998-94), en door de Autoriteit Financiële Markten (in 'Inzicht' van de AFM, 2 februari 2002, pagina 18) gerefereerd wordt aan het 'kennisaspect'.

111 Veelal zijn deze producten gebaseerd op een garantiestructuur, waarbij de particuliere belegger de nominale hoofdsom terug zal ontvangen op de einddatum van het product.

112 Vergelijk in dit verband het onderzoek van The Financial Authority Services (2002), waaruit blijkt dat hoger opgeleiden (hetgeen waarschijnlijk weinig zegt over de financiële situatie) liever zelfstandig beleggingsbeslissingen nemen.

## II Het beleggingsadvies, de beleggingsadviseur en de financiële instelling

geval zijn. Een productgeoriënteerde relatie is onpersoonlijk en deze relatie kan weinig fouten verdragen. De financiële instelling tracht met een lage servicegraad een hoge marge te realiseren, waardoor de foutmarge laag dient te zijn. Een hoge marge kan alleen bewerkstelligd worden door met gestandaardiseerde producten te werken. Schematisch is het beslistraject tussen een productgeoriënteerde en een relatiegeoriënteerde dienstverlening in figuur 6 weergegeven.



*Figuur 6: Verschil in de opbouw van vertrouwen tussen een relatiegeoriënteerde en een productgeoriënteerde dienstverlening*

In zowel de relatiegeoriënteerde als de productgeoriënteerde dienstverlening is er sprake van een discretionaire bevoegdheid. Bij de productgeoriënteerde relatie ligt de bevoegdheid niet direct bij een medewerker, maar bij de financiële instelling. Deze bevoegdheid bestaat uit het verstrekken van productinformatie aan de cliënt, waarbij de financiële instelling gebruik maakt van de aanwezige asymmetrie. Binnen de relatiegeoriënteerde relatie bestaat de discretionaire bevoegdheid uit het mogen adviseren in de financiële huishouding van de particuliere belegger. Gesteund door de aanwezige asymmetrie en het imago van de financiële instelling, ligt dit 'vrijblijvende' advies dicht bij een discretionaire handeling. Een particuliere belegger zal doorgaans de adviezen van een beleg-



gingsadviseur zwaar laten wegen. De beleggingsadviseur wordt geacht inschatten te maken van de beleggingstechnische omstandigheden van de financiële markten om hierbij een inhoudelijke brug te slaan naar de persoonlijke financiële situatie van de particuliere belegger, rekeninghoudende met de eerder genoemde asymmetrie. De controle die de beleggingsadviseur hierbij uitoefent op de particuliere belegger, bevestigt de afhankelijkheid en in bepaalde mate de ondergeschiktheid die de particuliere belegger heeft ten opzichte van de beleggingsadviseur. Binnen de adviesrelatie zal de beleggingsadviseur regelmatig toetsen in hoeverre hij aan zijn autoriteit kan appelleren in zijn advisering. Om de bewegingsvrijheid en het behouden van de discretionaire bevoegdheden te behouden, is het goed mogelijk dat specialisten dubbelzinnigheden, contradicties en complexiteiten binnen situaties aanmoedigen, opdat de omgeving (bestaande uit *stakeholders* zoals werkgever, wetgever en cliënten) deze vrijheden niet kan aantasten.

### 3.3.4 Het belang van integriteit in een asymmetrische relatie

Integriteit en verantwoordelijkheid worden vaak in één adem genoemd zonder afdoende rekenschap te geven van de kenmerken van deze twee begrippen. De letterlijke betekenis van integriteit is afgeleid van het begrip ‘integritas’ hetgeen heelheid, eerlijkheid, fatsoen en kuisheid betekent (Musschenga, 2002: 1).<sup>113</sup> Integriteit wordt ook wel gedefinieerd als ‘werken aan heelheid’ (Wempe, Kaptein, 2002: 78 e.v.). In de bedrijfskunde is de definitie van integriteit vaak ‘eerlijkheid’ en ‘oprechtheid’. In de organisatie Theorie richt integriteit zich vooral op het laakbaar handelen en het voorkomen hiervan binnen het handelen van de organisatie en haar medewerkers.

Integriteit is als het ware een *dissatisfier*. De cliënt veronderstelt a priori dat integer handelen een vanzelfsprekendheid is van de adviseur. Dat de bedrijfskundige definitie van integriteit te beperkt is, blijkt uit het geval waarin een medewerker niet oprecht handelt, maar zijn gedrag wel een zekere integriteit tentoonspreekt. Dit lijkt partiële integriteit in de hand te werken. Immers, een medewerker kan alleen in die specifieke rol integer gedrag vertonen. Op zichzelf lijkt hier niets op tegen, zij het dat de robuustheid van de integriteit ter discussie kan komen te staan. Robuustheid die van belang is in situaties waarbij de persoon, in dit geval de adviseur, onder druk komt te staan en aan (zware) geldelijke verleidingen wordt blootgesteld. Juist deze robuustheid van integriteit is van belang

<sup>113</sup> In andere literatuur stelt men dat het begrip integriteit is afgeleid van het Latijnse woord ‘intangere’, dat vertaald kan worden als ‘niet aanraken’, of ‘niet aangeraakt’.

## II Het beleggingsadvies, de beleggingsadviseur en de financiële instelling

indien er sprake is van een afhankelijkheid of een kwetsbare positie van een der partijen (Musschenga, 2002: 2-14). Deze afhankelijkheid zal met name van belang zijn in situaties die monopolistisch genoemd worden en waarbij alternatieven beperkt zijn. Musschenga noemt in dit verband de Sociale Dienst. De uitkeringsgerechtigde is niet eenvoudig in staat wraak te nemen als hij onheus bejegend wordt door deze dienst (behoudens een klacht deponeren bij de Ombudsman). Zo stelt hij (2002: 10-11): "Als een garage mij een gammele tweedehands auto verkoopt, word ik in mijn belangen geschaad. Maar tot op zekere hoogte kan ik wraak nemen. Ik kan naar een brancheorganisatie, de Consumentenbond of de ANWB stappen." Theoretisch kan Musschenga hier gelijk in hebben, maar praktisch wordt er voorbij gegaan aan de asymmetrie van kennis, informatie en middelen. Een niet-deskundige zal zonder specialistische hulp in veel gevallen niet in staat zijn om een manier tot 'wraak nemen' te vinden, laat staan daadwerkelijk actie hiertoe te kunnen ondernemen. Voor het inroepen van deze specialistische hulp is vervolgens kapitaal benodigd. Wilensky (1964: 140) stelt dat een cliënt bijzonder kwetsbaar is binnen de relatie met een professional: "If he (de cliënt, AL.) did not believe that the service ideal were operative, if he thought that the income of the professional were a commanding motive, he would be forced to approach the professional as he does a car dealer demanding a specific result in a specific time and a guaranty of restitution should mistakes be made."

Verantwoordelijkheid kent een andere dimensie ten opzichte van integriteit. Men zou kunnen stellen dat verantwoordelijkheid diverse vormen kent. De mate van verantwoordelijkheid is mede afhankelijk van het kennis- en/of ervaringsniveau van de actoren. Zo ook binnen de effectendienstverlening. De eerder geconstateerde asymmetrie staat voor een discrepantie in kennis, ervaring en middelen tussen deskundigen en niet-deskundigen. Deze discrepantie is er feitelijk altijd geweest en zal wel nooit veranderen (Coleman, 1982: 19). Bovens (1990: 24) vult hierop aan dat de asymmetrie niet langer bestaat tussen individuen onderling, maar tussen individuen en organisaties (hij noemt dit 'complexe organisaties'). Met name in kapitalistische landen is het zelfs een basisvoorwaarde. De wijze waarop er met deze asymmetrie wordt omgegaan, is echter veranderd. Een verharding van de relatie tussen de instelling en het individu ligt hieraan ten grondslag. Deze verharding maakt, in combinatie met de verschillen tussen het individu en de instelling, een hoge mate van integriteit binnen het handelen noodzakelijk. Bovens (1990: 20-23) noemt een aantal verschillen in de maatschappelijke positie van het individu ten opzichte van zogenaamde 'complexe' organisaties. Deze zijn voor het overgrote gedeelte van toepassing

op de relatie tussen de effecteninstelling<sup>114</sup> enerzijds en de particuliere belegger anderzijds. De meest relevante verschillen in het verband van dit onderzoek zijn:

- Effecteninstellingen beschikken over een veelvoud van financiële, technische en administratieve middelen waarover particulieren doorgaans niet beschikken (zie ook Galbraith, 1967: 85-88, Coleman, 1982: 21). Zo hebben effecteninstellingen deskundigen in huis, waardoor er een duidelijke kennisvoorsprong kan worden verondersteld ten opzichte van de particuliere belegger.
- Met name de (middel)grote effecteninstelling kan worden beschouwd als wat Galanter (1974: 97) een *repeat player* noemt. Doordat deze instelling veelvuldig dezelfde of gelijksoortige juridische procedures voert, wordt er een extensieve kennis opgebouwd van de jurisprudentie en de juridische procedures. Hierdoor wordt een breed netwerk opgebouwd van specialisten, opinieleiders en belangenbehartigers. Door deze voorsprong in kennis, kapitaal, ervaring en administratie is de effecteninstelling in staat om langselepende processen te voeren, ongeacht het beslag op de organisatie.<sup>115</sup> Daarentegen heeft de particuliere belegger deze middelen vaak niet. Hij kan worden gedefinieerd als een *one-shooter*. Mogelijk dat hij maar eens in zijn leven een juridische procedure aanspant tegen een financiële instelling. Hierdoor bouwt hij weinig tot geen kennis op over de eerder genoemde procedures.
- De mate van onderlinge afhankelijkheid is verschillend. Een effecteninstelling kan worden beschouwd als een oligopolist. Een individu kan hierdoor maar zeer beperkt invloed uitoefenen op de voorwaarden waartegen wederzijdse contracten worden aangegaan. Zo verklaart een bank- of effecteninstelling op de gangbare transacties de algemene voorwaarden van toepassing. De instelling bepaalt feitelijk de werkomstandigheden, de inhoud van de producten en diensten en de samenhangende voorwaarden waaronder de verbintenis wordt aangegaan. Het gebruik van de algemene voorwaarden, die moeten worden gezien als een mantelovereenkomst voor de totaalrelatie tussen een cliënt en een bank- of effecteninstelling, is in een aantal gevallen ook verklaarbaar. Het zou ondoenlijk zijn om bij het aangaan van relatief gestandaardiseerde transacties continu in onderhandeling te gaan met een tegenpartij (zie Coleman, 1974: 96). Met de algemene voorwaarden wordt deze ongewenste interruptie voorkomen. Coleman (1982: 22) stelt dat er een duidelijke keerzijde aan deze beperkte invloed door particulieren kleef. Beschermd door anonimiteit en

<sup>114</sup> Hierbij mijdt de onderzoeker bewust het bijvoeglijke naamwoord 'professionele', zie hoofdstuk 12.

<sup>115</sup> Alhoewel het aannemelijk is dat bedrijfseconomische motieven om wel of niet te procederen ook een rol (kunnen) spelen.

## II Het beleggingsadvies, de beleggingsadviseur en de financiële instelling

relatief ongehinderd door morele overwegingen die in relaties tussen individuen een rol spelen, zal men eerder geneigd zijn tot het plegen van bijvoorbeeld fraude wanneer de schade voor rekening komt van deze grotere organisaties, dan wanneer een herkenbaar natuurlijk persoon, in wiens positie men zich kan verplaatsen, de schade moet dragen.

Wordt de particuliere belegger dan wel afdoende beschermd door de overheid? Een volledige bescherming is onmogelijk en niet wenselijk. Zo worden overeenkomsten tussen de particuliere belegger en de financiële instelling<sup>116</sup> schriftelijk vastgelegd. Bij het aangaan van een overeenkomst kan de asymmetrie een rol spelen. Wel zouden beide partijen die met elkaar een contract wensen af te sluiten, volledige kennis moeten hebben van de aard van de overeenkomst die zij aan willen gaan.<sup>117</sup> Geen van de partijen die een overeenkomst willen aangaan, mag opzettelijk een andere voorstelling van de contractuele omstandigheden geven. Toch is het de vraag of de particuliere belegger afdoende kennis heeft om een afweging te maken tussen een voor hem goed en slecht contract. Deze asymmetrie maakt het vaststellen van waarden, principes en regels problematisch. Uiteraard kunnen wetgever (en toezichthouder) hierop inspelen en (*ex post*) wet- en regelgeving opleggen, hetgeen een vrije marktwerking weer kan belemmeren.

Dat integer handelen een andere invulling kan krijgen door nieuwe wet- en regelgeving blijkt uit de wat eindimensionale perceptie van verantwoordelijkheid binnen de effectenbranche in de VS:<sup>118</sup> *Flipping IPO stocks*<sup>119</sup> is een methode die gebruikt werd door beleggingsadviseurs om de eigen aandelen direct met winst te verkopen, terwijl het hun minder belangrijke cliëntèle verboden werd om datzelfde aandeel ook meteen te 'flippen' (snel van de hand doen). De beleggingsadviseurs kregen te horen dat, indien hun cliënten de aandelen uit de *IPO* niet gedurende een bepaalde periode zouden vasthouden, de adviseurs hun oorspronkelijke winst zouden verliezen. Deze handeling werd gerechtvaardigd met de opmerking: 'Iedereen doet het, dus waarom zou ik niet meedoen?' In dit voorbeeld was er geen wet van kracht die deze handelwijze direct verbood. In een latere fase werd deze activiteit door de Securities and Exchange Commission

<sup>116</sup> Voor Niet-effectenkredietinstellingen (Neki) is artikel 25 Besluit toezicht effectenverkeer 1995 en voor Effectenkredietinstellingen (Eki) is artikel 36 Besluit toezicht effectenverkeer 1995 van toepassing. Artikel 27 Nadere Regeling gedragstoezicht effectenverkeer 2002 is van deze bepalingen weer een invulling. Zie ook artikel 14 Nadere Regeling gedragstoezicht effectenverkeer 2002.

<sup>117</sup> Zie voor de voorwaarden waaronder een contract gesloten moet worden, ook Garrett (1966: 55).

<sup>118</sup> Zie ook Bear en Maldonado-Bear (2001: 17-18) die stellen dat de mate van juridische verantwoordelijkheid afhankelijk is van twee factoren: 1. het karakter van de relatie tussen de partijen wat betreft de uit te voeren transactie, 2. de mate van asymmetrie van informatie binnen de relatie.

<sup>119</sup> IPO: Initial Public Offering; uitgifte van effecten op een effectenbeurs.

(SEC) als ‘oneerlijke en onethische praktijk’ betiteld. De handelwijze was direct strijdig met de financiële belangen van hun cliënten. Nadat de openbaar aanklager in Massachusetts (VS) enkele effectenhuizen aansprakelijk had gesteld en had aangekondigd dat *flipping* voortaan gezien zou worden als één van de ernstiger vormen van financiële fraude, liep het aantal gevallen fors terug. Bij *IPO*'s mochten effectenhuizen zelf bepalen hoe zij de beschikbare aandelen verdeelden onder hun cliënten. Naar verluidt zou het heden ten dage zo zijn dat sommige particuliere beleggers extreem hoge commissies betalen om voor aandelen uit een *IPO* in aanmerking te komen. Volgens de SEC kan dit worden gezien als commercieel smeergeld en als zodanig als een geheel nieuwe variant op de ‘oude regels’.

### 3.3.5 De informatie- en adviesplicht

Voor een goed functionerende kapitaalmarkt is het cruciaal dat de beschikbare informatie accuraat en voor een grote groep beleggers toegankelijk is (D'Avolio *et al.*, 2001: 1). Zonder accurate informatie zijn beleggers niet in staat om effecten te waarderen.<sup>120</sup> Deze beleggingsinformatie is tegenwoordig snel en goedkoop via het internet te verkrijgen. Dat is niet altijd het geval geweest. Commissionairs hadden nogal eens de neiging informatie eerst voor eigen gewin te gebruiken alvorens deze werd doorgespeeld aan de cliënten (zie hiervoor § 2.2.3.5). De asymmetrie die in die tijd bestond uit de kwaliteit van de informatie en de snelheid waarmee deze verkregen werd, is met de komst van het internet grotendeels opgeheven. De financiële instelling heeft als intermediair zodoende niet langer primair de functie van doorgeefluik van deze statische informatie.<sup>121</sup> Nu is weliswaar het verkrijgen van informatie eenvoudig geworden, de analyse ervan blijkt des te moeilijker. Doorgaans is de onervaren particuliere belegger minder goed in staat om fundamentele waarderingen van een onderneming te destilleren uit ruwe informatie. De wijze waarop informatie verpakt wordt en de snelheid waarmee deze beschikbaar is voor alle beleggers, maakt een accurate analyse van deze informatie moeilijk (D'Avolio *et al.*, 2001: 13-14). Op dit punt is de invloed van de beleggingsadviseur alleen maar toegenomen. Door de hoeveelheid beschikbare informatie zal de beleggingsadviseur moeten waken over de kwaliteit en relevantie ervan (zie over de toegevoegde

<sup>120</sup> De (beursgenoteerde) ondernemingen zouden hierbij een sterke incentive hebben om beleggers te voorzien van informatie die hun aandelenkoers omhoog helpt met het doel om zo het benodigd kapitaal voor de onderneming te verkrijgen (D'Avolio, Gilbor en Shleifer, 2001: 10).

<sup>121</sup> Zie uitspraak Rechtbank Arnhem 24 november 2004 (gepubliceerd 21 januari 2005) LJN: AS3598 (geen hoger beroep ingesteld). Uit deze uitspraak blijkt dat de bank een toelichting dient te geven bij de weduweverklaring, indien men deze verklaring laat tekenen door een cliënt. Door deze verklaring niet te geven of er op toe te zien dat een notaris dit deed, schond de bank haar zorgplicht.

## II Het beleggingsadvies, de beleggingsadviseur en de financiële instelling

waarde van het financiële intermediair ook Boot en Schmeits, 1999: 707). Een beleggingsadviseur kan de statische informatie echter niet modificeren. De boodschap staat vast en er is geen directe waarde toe te voegen door de beleggingsadviseur (voor een uiteenzetting over de toegevoegde waarde van de beleggingsdeskundige zie § 3.4). Van een financiële instelling mag wel worden verwacht dat zij op basis van haar deskundigheid en het daarmee gepaarde vertrouwen, in het geval zij informatie verschaft, deze informatie verstrekt op basis van een gedegen onderzoek.<sup>122</sup> Met name omdat de beleggingsadviseur een rol speelt in de risicotransformatie van besparingen naar investeringen. De particuliere belegger vertrouwt erop dat de beleggingsadviseur de beleggingsrisico's inzichtelijk maakt en begrijpelijk verwoordt, opdat de belegger over afdoende informatie beschikt om afgewogen zijn beleggingsbeslissing te nemen.<sup>123</sup>

De beleggingsadviseur kan de inhoud van de informatie weliswaar niet modificeren, maar wel de vorm manipuleren. Zeker in het geval er sprake is van een grote mate van asymmetrie – en de particuliere belegger in grote mate afhankelijk is van de beleggingsadviseur voor zijn informatie – kan de snelheid en de frequentie van de informatie worden aangepast door de adviseur. Dat geanalyseerde informatie daarbij niet altijd breed en homogeen wordt aangeboden, blijkt uit een onderzoek van Lam (1998: 34) onder kantoormedewerkers van een grote financiële instelling. Zodra een cliënt een groter belegbaar vermogen heeft, neemt de frequentie waarmee informatie aan die belegger wordt verstrekt, toe. Er blijkt hier geregeld een economisch onderscheid te worden gemaakt in de wijze waarop de beleggingsadviseur zijn cliëntenbestand informeert en adviseert.

Hoe ver reikt de informatie- en adviesplicht van een financiële instelling? Is de beleggingsadviseur bijvoorbeeld gehouden aan een informatieplicht tegenover de particuliere belegger over gunstiger transactiemogelijkheden of producten? Volgens Van den Akker en Barendrecht (1996: 77) is de bank hiertoe in beginsel niet verplicht. Een verplichting tot informeren dient met name te worden aangenomen als de bank rekening behoort te houden met de mogelijkheid dat de cliënt op basis van de betreffende informatie over zal gaan tot een handelen met het oog op zijn eigen belangen (Van den Akker, Barendrecht, 1996: 74). De verplichting tot het verstrekken van informatie heeft dan enerzijds betrekking op de

<sup>122</sup> Zie in dit verband Bakkerus (2000: 96-97) over (aspirant) kredietnemers en de door een bank verstrekte inlichting.

<sup>123</sup> Daarbij dient aangetekend te worden dat alleen het informeren niet afdoende is om te stellen dat een particuliere belegger afdoende is geïnformeerd. In het geval de particuliere belegger schade ondervindt, dient er een causaal verband te bestaan tussen de onjuiste of misleidende informatie en de beslissing van de belegger. Ook in het geval een belegger het prospectus niet heeft gelezen en hij is afgegaan op de reactie van de markt op de uitgifte van de prospectus, kan er sprake zijn van een causaal verband (Barendrecht *et al.*, 2002b: 154).

dienstverlening zelf, anderzijds op activiteiten die buiten de directe dienstverlening liggen. Daarbij zij opgemerkt dat dit in de praktijk sterk zal afhangen van de aard van de dienstverlening, het specifieke product en de wijze waarop de vergoeding plaatsvindt. Zo zal van een beleggingsadviseur van een grootbank in beginsel niet verwacht mogen worden dat deze zijn cliënt informeert over de lagere kosten van een vergelijkbaar garantieproduct bij de concurrent. Van een medewerker van een hoogwaardig geachte dienst als *private banking* die bijvoorbeeld niet per transactie maar op uurbasis betaald krijgt, zou dit wel verwacht mogen worden. Wel mag van de eerstgenoemde beleggingsadviseur verwacht worden dat deze openheid geeft over de kostenstructuur van zijn aangeboden beleggingsproduct. Met andere woorden: hij hoeft in beginsel geen alternatief aan te bieden van de concurrent, maar dient wel openheid te geven over de specifieke voorwaarden en risico's van het aangeboden product.

De adviesplicht, waarbij de beleggingsadviseur waarde toevoegt aan de statische informatie, is begrensd door het aan de dienstverlener toevertrouwde belang.<sup>124</sup> In het geval van financiële instellingen is deze begrenzing niet altijd eenvoudig te duiden. Met name grotere financiële instellingen richten zich op het *all-finance-concept*, waarbij de particuliere belegger een breed scala van financiële diensten (zoals verzekeren, lenen, betalen en beleggen) wordt aangeboden. Het is de vraag of het adviessterrein van een beleggingsadviseur in dienst van een dergelijke financiële instelling zich eenvoudig beperkt tot het sec adviseren in effecten. Het aanbieden van meerdere financiële diensten op zichzelf lijkt niet afdoende om de adviesbegrenzing te verleggen. Het probleem ten aanzien van het zoeken van de adviesbegrenzing wordt met name opportuun in het geval een beleggingsadviseur in dienst is bij een financiële instelling die een breed adviesconcept aanbiedt of pretendeert dit brede advies als basis voor de dienstverlening te hanteren. In de praktijk zijn dit diensten zoals *private banking*.<sup>125</sup> Van deze hoogwaardig veronderstelde vorm van dienstverlening mag een integrale aanpak van de financiële problemen van een cliënt verwacht worden.<sup>126</sup> In dit geval zal de beleggingsadviseur (in sommige gevallen ook wel *private banker* genoemd) zich niet eenvoudigweg op het standpunt kunnen stellen dat zijn adviessterrein zich beperkt tot sec de effecten. De cliënt zal verlangen dat de

<sup>124</sup> Zie ook HR 22 januari 1999, NJ 1999, 244 (Dinkgreve/Grondzaken).

<sup>125</sup> De vraag is echter of diensten met andere (Angelsaksische) namen als *personal banking*, *preferred banking* ook tot een vergelijkbare dienstverlening moeten worden gerekend. Gupta, Torkzadeh (1988: 40) verstaan onder 'personal banking': "In this arrangement each customer is assigned to a specific person in the bank who handles all their financial services and needs such as opening accounts, lending money etc."

<sup>126</sup> Alhoewel ook hier de drempel om toegang te krijgen tot deze hoogwaardige dienst inzet is van marketinguitingen. Zie het bericht van Rabobank, die op 21 juni 2005 bekend maakte *private banking* aan te gaan bieden voor personen met een minimaal belegbaar vermogen van € 80.000.



## II Het beleggingsadvies, de beleggingsadviseur en de financiële instelling

beleggingsadviseur die het aan kennis over een bepaalde problematiek ontbreekt, deze elders betreft. Mist de adviseur de noodzakelijke kennis, dan zal dit gemeld moeten worden aan de cliënt teneinde te voorkomen dat deze zonder meer op het advies afgaat (Barendrecht, Van den Akker, 1999: 149). Pretendeert de bank wel deze integrale dienstverlening aan te bieden dan zou haar organisatie zo moeten zijn ingericht dat de kennis en ervaring op de juiste tijd en plaats beschikbaar zijn en gebruikt worden. De omvang of complexiteit van de organisatie is volgens Barendrecht *et al.* (2002b: 157) geen excuus voor vertraging in de beschikbaarheid van de informatie.<sup>127</sup> Klaassen (2000: 12) is van mening dat in de perceptie van een cliënt de door hem verstrekte informatie aan een functionaris van een bankinstelling door hem beschouwd wordt als informatie aanwezig bij de instelling. Met andere woorden; de particuliere belegger gaat van de veronderstelling uit dat een medewerker op de hoogte is van de verstrekte informatie en als zodanig hierop zijn adviezen aanpast.<sup>128</sup> Hetzelfde is overigens van toepassing indien een particuliere belegger informatie van een bankmedewerker ontvangt.<sup>129</sup> Deze informatie wordt in de meeste gevallen gezien als informatie verkregen van de effecteninstelling of bank.<sup>130</sup> Dat een dergelijke houding veel vergt van organisatie, systemen en bovenal van medewerkers, lijkt evident en vereist daarbij een generalistische houding binnen de beleggingsadvisering om de kwaliteit van financiële problemen breed te kunnen detecteren.<sup>131</sup>

Als we terugkeren naar de beleggingsadviseur die zich beperkt tot het adviseren van beleggingen, dan doet zich het operationele vraagstuk voor wanneer een adviesverplichting van toepassing is. De situatie dat een particuliere belegger zich tot de beleggingsadviseur wendt met enkel het verzoek een beursorder uit te voeren, doet de vraag rijzen hoe de beleggingsadviseur zich dan dient op te stellen indien er hiermee een zeer risicovolle positie wordt aangegaan. Dit is geen eenvoudig vraagstuk. Wenst de cliënt een advies of slechts een verkort oor-

127 Verlijk over de 'informatiewinningsplicht' uitspraak Rechtbank Maastricht, 3 december 2003, NJF 2004, 146 LJN AN9910 (geen hoger beroep ingesteld). Hier beroept de bank zich op het feit dat zij niet bekend was met het feit dat een natuurlijk persoon was toegelaten tot de schuldsanering, aangezien deze geen cliënt was van de bank. De bank keerde een bedrag uit een nalatenschap uit en was van mening dat niet van haar mocht worden verwacht dat zij ook van personen die geen cliënt zijn, bijhoudt of die personen in een schuldsanering lopen. De rechtbank oordeelt anders en stelt dat de bank had moeten controleren of wellicht de Schuldsaneringsregeling natuurlijke personen van toepassing was.

128 Zie artikel 7.3.4 Reglement Gedragscode DSI waaruit blijkt dat een professional een deugdelijk gemotiveerd advies moet geven op basis van feiten van materieel belang.

129 Zie hierover uitspraak KCHB 2002-39. Hieruit blijkt dat op de particuliere belegger een onderzoeksplicht rust om nadere inlichtingen in te winnen indien de door de instelling verstrekte informatie hem niet duidelijk is.

130 Zie HR 9 januari 1998, NJ 1998, 586 (Van Dam c.s./ Rabobank Gorredijk). In dit arrest wordt de bij de medewerker van een bank aanwezige kennis als eigen kennis toegerekend aan 'de bank'. Hierbij is het volgens Klaassen (2000: 12, voetnoot 35) opvallend dat de Hoge Raad geen betekenis hecht aan de rang van degene aan wie de informatie was verstrekt. Zie hiertoe ook Bakkerus (2000: 57).

131 Vergelijk in dit verband het arrest HR 28 juni 1991, NJ 1992, 420, waaruit blijkt dat een advocaat de plicht heeft zich niet te beperken tot de verrichtingen waar de cliënt nadrukkelijk om heeft gevraagd, maar tevens zelfstandig dient te beoordelen wat voor de zaak van nut kan zijn.



deel over de voorgenomen transactie? Het kan echter niet zo zijn dat de deskundig geachte beleggingsadviseur zich opstelt als een medewerker van een beursorderlijn. Hij bekleedt de functie van beleggingsadviseur en dient zich dienovereenkomstig te gedragen. De beleggingsadviseur zal alsdan snel een inschatting moeten maken van het kennis- en ervaringsniveau van de cliënt.<sup>132</sup> Worden deze afdoende bevonden door de adviseur, dan zal er alleen een verkorte toetsing moeten plaatsvinden op basis van twee criteria: het saldo (conform artikel 28 lid 2 Nadere Regeling gedragstoezicht effectenverkeer 2002) en het cliëntenprofiel (conform artikel 28 lid 1 Nadere Regeling gedragstoezicht effectenverkeer 2002). Indien aan deze verkorte toetsing wordt voldaan kan de order worden uitgevoerd. Valt de afweging ten aanzien van het kennis- en/of ervaringsniveau negatief uit, dan zou van de beleggingsadviseur een actieve houding verwacht mogen worden. Door vervolgens een advies te verstrekken kan er een verbetering worden aangebracht in de overwegingen tot handelen. Dit advies kan eruit bestaan de beoogde transactie te ontraden, een alternatief aan te bieden of een beperkt advies ten behoeve van de methodiek van het uitvoeren van een beursorder te verstrekken.<sup>133</sup> Een adviseur is in ieder geval verplicht de risico's te vermelden die verbonden zijn aan zijn advies.<sup>134</sup> Deze risico's behoren te worden gekwantificeerd, zodat de belegger een afweging kan maken van de kosten van de voorgestelde maatregelen en de kans op resultaat (Barendrecht, Van den Akker, 1999: 20-21 en 86-99). Volgens Weller (2003: 73) zou het voor een cliënt die in weerwil van een ontvangen waarschuwing een transactie wenst te doen en de uit deze transactie voortvloeiende verplichtingen kan voldoen, vrij moeten staan deze transactie te doen en behoort het de instelling vrij te staan deze transactie uit te voeren. Waarbij dient te worden aangetekend dat van een DSI-beleggingsadviseur (of een DSI-vermogensbeheerder) die sec een beursorder uitvoert, een aanvullende waarschuwingsplicht ten opzichte van een medewerker van een beursorderlijn verwacht mag worden.<sup>135</sup>

Tot slot de vraag in welke vorm het advies verstrekt moet worden. Barendrecht (1999: 1362, 1369) is van mening dat voor adviezen waarbij de adviseur een belang heeft én de belangen aanzienlijk zijn voor de afnemer, de verplichting kan worden aangenomen een schriftelijk advies te vervaardigen. Hierbij denkt

132 Overigens is zelfs dit niet altijd afdoende. Indien een cliënt als *insider* betiteld kan worden zoals gedefinieerd in bijlage 3 Nadere Regeling gedragstoezicht effectenverkeer 2002, dan dient de beleggingsadviseur zich ervan te vergewissen dat deze transactie oorbaar is. Zie ook uitspraak KCD 2003-39.

133 Dit kan bijvoorbeeld betrekking hebben op de periode waarin een beursorder dient te worden uitgevoerd of de minimale of maximale prijs waartegen de uitvoering van de beursorder verlangd wordt.

134 Vergelijk de informatieverplichting over alternatieve onderzoeks- en behandelmethoden van een arts vastgelegd in artikel 7:448 lid 2 sub b BW.

135 Al is dit alleen maar op basis van de Gedragscode DSI, artikelen 7.3.1 en 7.3.2.

## II Het beleggingsadvies, de beleggingsadviseur en de financiële instelling

hij aan adviezen over pensioenvoorzieningen of over andere transacties met hoge financiële inzet.<sup>136</sup> Door deze verplichting door te voeren naar beleggingsadvisering wordt de particuliere belegger de mogelijkheid gegeven het advies nader te overwegen. Zeker in het geval er forse wijzigingen voorgesteld worden, kan dit wenselijk zijn. Daarnaast is het voor de cliënt zo eenvoudiger een *second opinion* te verkrijgen op een schriftelijk advies. Het schriftelijk uitbrengen van een advies kent ook een aantal keerzijden. De situatie op de financiële markten kan in een kort tijdsbestek dusdanig veranderen, dat het uitgebrachte beleggingsadvies is verouderd. Daarbij vergt het schriftelijk uitbrengen van een beleggingsadvies veel tijd van de beleggingsadviseur. Zodoende zal het in veel gevallen (economisch) niet rendabel zijn een advies op deze wijze uit te brengen. Tot slot bestaat de mogelijkheid dat een schriftelijk beleggingsadvies, vanwege mogelijke aansprakelijkheid, dusdanig voorzichtig omschreven wordt dat hierdoor de kracht van het advies verloren gaat. Denkbaar is het, als alleen in die gevallen een schriftelijk advies behoeft te worden uitgebracht wanneer een aanzienlijke wijziging van het beleggingsbeleid wordt geadviseerd, en bij aanvang van de beleggingsrelatie.

### 3.4 De toegevoegde waarde van beleggingsdeskundigen

Eerder is vastgesteld dat de consument zich, gezien zijn afhankelijke positie, in weinig omstandigheden kan opstellen als een *Homo oeconomicus* in het bereiken van een optimale bevrediging van zowel zijn fysieke als mentale behoeften. Daarbij kan de beleggingsdeskundige niets toevoegen aan statische informatie. Voegt de beleggingsdeskundige van de financiële instelling als intermediair wel waarde toe in zijn poging de asymmetrie in kennis, ervaring en middelen te overbruggen? Met andere woorden: voegt de beleggingsadviseur met zijn adviezen (economische) waarde toe aan het rendement van de beleggingen van de particuliere belegger? Deze vraag is niet eenduidig te beantwoorden. Zo blijkt dat de adviezen in de hierna aangehaalde onderzoeken vaak zijn gegeven door beleggingsanalisten en dus niet door beleggingsadviseurs.<sup>137</sup> Een beleggingsanalist heeft in de praktijk een andere taak dan de beleggingsadviseur. De eerstgenoemde heeft doorgaans geen direct cliëntcontact en houdt zich alleen bezig met het

<sup>136</sup> Vergelijk in dit verband het tuchtrecht voor de advocatuur. In bepaalde situaties wordt een schriftelijk advies verlangd, bijvoorbeeld in die situaties waarbij de kans van een hoger beroep een rol speelt.

<sup>137</sup> Ook daarom wordt in deze paragraaf gesproken van 'beleggingsdeskundige'.

analyseren van een beursgenoteerde onderneming, sector of regio. Er is dus geen sprake van het volgen van risicoprofielen en het afstemmen van beleggingsadviezen op de persoonlijke situatie van de particuliere belegger. Ook wordt er in de aangehaalde onderzoeken nauwelijks een onderscheid gemaakt tussen vermogensbeheerders en beleggingsadviseurs.

Ondanks deze twee bezwaren is het mogelijk om op basis van een aantal onderzoeken enkele conclusies te trekken. Het vraagstuk is vanuit twee gezichtspunten benaderd: de toegevoegde waarde van de aandelenanalyses en koersvoorspellingen en de toegevoegde waarde van het beleggingsgedrag van de beleggingsdeskundigen als agent.

#### 3.4.1 De waarde van aandelenanalyses en koersvoorspellingen

Er zijn aanwijzingen dat er aan de voorspellingskracht van beurskoersen door beleggingsdeskundigen moet worden getwijfeld.<sup>138</sup> Deze aanwijzingen zijn gebaseerd op drie onderzoeken. Allereerst zijn de algemene beursanalyses<sup>139</sup> onderzocht door Copeland en Mayers (1982), Barber en Odean (2001) en Kakebeeke (1999). Voorts is de waarde van nieuwsbrieven voor particuliere beleggers gezien. Hiernaar hebben Jaffe en Mahoney (1999) en Heydenrijk en Plantinga (2002) onderzoek verricht. Tot slot is de toegevoegde waarde van jaarlijks terugkerende koersvoorspellingen op televisie door Laeven en Jacobsen (2001) onderzocht.

Copeland en Mayers (1982: 318-320) hebben de resultaten van dertien jaar beleggingsadviezen van Value Line Survey<sup>140</sup> geanalyseerd. Er werden 1.700 aandelen gevolgd, die in vijf groepen zijn geclassificeerd. Over deze vijf groepen werden de rendementen per half jaar berekend. Na aftrek van de transactiekosten bleek de additionele beleggingsopbrengst tussen de groepen nihil te zijn. Barber *et al.* (2001: 533) kwamen in hun onderzoek echter tot een andere conclusie. Het rendement van de aandelen met de hoogste categorie aanbeveling behaalde een rendement van 18,8% per jaar, terwijl het rendement van de aandelen met de laagste categorie aanbeveling slechts 5,78% per jaar bedroeg. Met andere woorden: de aandelen die aanbevolen werden, presteerden in de onderzoeksperiode het beste. Jaffe en Mahoney (1999: 306) tonen in hun onderzoek aan dat het met het volgen van de aanbevelingen uit openbare nieuwsbrieven van beleggingsanalisten niet mogelijk is

<sup>138</sup> Een voorbeeld hiervan is Irving Fisher, hoogleraar aan Yale University. Vlak voor de beurskrach van oktober 1929 beoordeelde hij de waarderingen van de effectenmarkten als volgt: "Aandelen zullen zich op een permanent hoog niveau begeven."

<sup>139</sup> Bij dit onderzoek is niet duidelijk geworden hoe deze beursanalyses onder beleggers verspreid zijn.

<sup>140</sup> Een grote aanbieder van aandelenadviezen.

## II Het beleggingsadvies, de beleggingsadviseur en de financiële instelling

een passieve maatstaf te verslaan.<sup>141</sup> Kakebeeke (1999: 2-5) heeft de beleggingsperiodieken van drie grootbanken uit Nederland onderzocht vanaf de aanvang van het periodiek tot en met maart 1995. Uit zijn analyse blijkt dat de adviezen van analisten een significant lager rendement vertoonden dan het marktgemiddelde.

Laeven en Jacobsen (2001: 11-13) hebben een onderzoek uitgevoerd naar de adviezen<sup>142</sup> die jaarlijks in januari in het televisieprogramma *Nova* door een aantal beleggingsanalisten en beleggingsadviseurs gegeven worden. Deze zogenaamde 'Nova Top Vijf' is over de periode van 1994 tot 2001 onderzocht op het behaalde rendement indien de geadviseerde aandelen zouden zijn gekocht. Deze rendementen werden afgezet tegen het rendement van een relevante *benchmark*, in dit geval de AEX-index.<sup>143</sup> Uit deze analyse blijkt dat de verstrekte adviezen geen toegevoegde financiële waarde hebben. Indien een particuliere belegger deze aandelen aan het begin van een jaar zou hebben gekocht, dan is hij, ten opzichte van een belegger die jaar in jaar uit een zogenaamde *indextracker*<sup>144</sup> zou hebben gekocht, aanzienlijk slechter af. De *underperformance*<sup>145</sup> bleek over de onderzochte beleggingsjaren zo'n 40% te zijn. Overigens bleek niet ieder onderzocht beleggingsjaar dramatisch te zijn voor de 'Nova Top Vijf'-adviezen. De aanbevolen aandelen over de jaren 1994, 1996 en 2000 bleken een *outperformance* te kennen. Er is tevens gekeken of één van de analisten/beleggingsadviseurs individueel wel een toegevoegde waarde had. Dit bleek niet het geval te zijn. De bevindingen van Laeven en Jacobsen (2001: 11-13) werden door Heydenrijk en Plantinga (2002: 298) bevestigd. In hun onderzoek werden de beleggingsadviezen (liever is te spreken van opinies) die door zes Nederlandse financiële instellingen verstrekt zijn in een beleggingstijdschrift, getoetst op voorspellende kwaliteiten. De onderzoekers hebben gezien in hoeverre de gegeven opinies in staat zijn om in de vier weken na het afgeven van een opinie het rendement te voorspellen. Geen van de analisten bleek over statistisch significante voorspelkwaliteiten te beschikken. Heydenrijk en Plantinga (2002: 296) sluiten echter niet uit dat de beleggingsopinionen op de wat langere termijn (kwartaal tot jaarbasis<sup>146</sup>) wel voorspelkwaliteiten hebben. Het onderzoek van Laeven en Jacobsen (2001: 13) heeft voldoende aangetoond dat deze veronderstelling discutabel is.

141 In het onderzoek van Wijnga (1986: 173-178) wordt de conclusie getrokken dat de adviezen in *BeleggersBelangen*, *Elseviers Magazine* en *Financiële Koerier*, niet of nauwelijks leiden tot een buitengewoon rendement op langere termijn. Op korte termijn werd wel een positieve reactie geconstateerd.

142 Hierbij zij opgemerkt dat dit algemene beleggingsadviezen zijn die neigen naar opinies of aanbevelingen (zie § 3.2).

143 Deze index, voor het eerst samengesteld in 1983, bestaat uit de 25 meest verhandelde beursfondsen in Nederland.

144 Trackers zijn via de beurs verhandelbare, passief beheerde beleggingsfondsen, die de performance van een index volgen.

145 Engelse term voor de situatie waarbij de beleggingsresultaten achterblijven ten opzichte van het marktgemiddelde (bijv. een index) of een andere financiële meetlat.

146 Daarbij is binnen de beleggingssector niet geheel duidelijk wat met een langere beleggingshorizon bedoeld wordt. Sharpe (2002: 15-17) stelt in zijn onderzoek dat de langetermijnvoorspellingen op aandelen van beleggingsanalisten geen doelstelling kennen. In zijn onderzoek stelt hij dat de geschatte coëfficiënt van de consensus van langetermijnanalyses in de markt minimaal zes jaren en maximaal tien jaren betreft.

### 3.4.2 De toegevoegde waarde van het beleggingsgedrag van de beleggingsdeskundige als agent

Naast het analyseren van de adviezen of opinies op fondsniveau is het ook mogelijk het beleggingsgedrag van deskundigen af te zetten tegen het beleggingsgedrag van particuliere beleggers. Fellner, Güth en Maciejovsky (2004: 371-372) tonen in hun onderzoek aan dat particuliere beleggers, indien zij de keuze hebben tussen een zelfontworpen effectenportefeuille en een portefeuille opgesteld door een beleggingsexpert, de voorkeur geven aan de eigen portefeuille.<sup>147</sup> Zij stellen in dit verband dat de voorkeur van de particuliere belegger voor de eigen portefeuille (*egocentric biases*) ten opzichte van de portefeuille opgesteld door de expert, gebaseerd is op een serieuze zelfoverschatting. Hierdoor zou er financiële schade kunnen ontstaan.<sup>148</sup> Deze zelfoverschatting is waarschijnlijk mede ingegeven door de technologische ontwikkelingen die de informatieachterstand van particuliere beleggers ten opzichte van ingewijden hebben verkleind. De huidige overvloed aan beschikbare informatie kan de particuliere belegger overmoedig maken en hem zijn kennis doen overschatten. Barber en Odean (2001: 46) stellen: "However, when people are given more information on which to base a forecast or assessment, their confidence in the accuracy of their forecasts tends to increase much more quickly than the accuracy of those forecasts." Overmoedige beleggers blijken teveel te handelen (Biais *et al.*, 2005: 307-308, Odean, 1998: 1888, Odean, 1999: 1296) en over te reageren op private signalen en onder te reageren op publieke signalen (Daniel *et al.*, 1998: 1841).

Schlarbaum, Lewellen en Lease (1978: 315, 322-324) vergeleken de portefeuilles van individuele particuliere beleggers met die van beroepsmatige fondsmanagers. De particuliere belegger bleek een aanzienlijke betere vaardigheid te hebben in het selecteren van aandelen. Uit een ander onderzoek blijkt echter dat een beleggingsdeskundige toegevoegde waarde kan hebben. Shapira en Venezia (2001) deden onderzoek naar de beleggingsresultaten van 2.411 particuliere beleggers die geheel zelfstandig belegden, en vergeleken deze met de resultaten van 2.887 beleggers die onder begeleiding van een beleggingsdeskundige<sup>149</sup> beleg-

147 Dit in tegenstelling tot de bevindingen van Benartzi en Thaler (2002: 1610) die melden dat de meerderheid van hun onderzoeksdeelnemers bij hun pensioenplannen de voorkeur gaven aan een mediane portefeuille die geselecteerd was door een beleggingsinstelling, ten opzichte van de eigen gekozen portefeuille.

148 Zie ook Antonidus en Van der Sar (1990: 236), die onderzoek deden onder de Nederlandse Beleggingsstudieclubs en tot de conclusie kwamen dat de particuliere belegger het risico van een sterk gestegen aandeel lager percipieert dan van andere aandelen.

149 Het is hierbij niet geheel duidelijk of dit een fondsmanager of een vermogensbeheerder is die op basis van een van de particuliere belegger verkregen mandaat handelt, of dat hier sprake is van een beleggingsadviseur die zowel zelfstandig lijkt te mogen handelen als beleggingsadviezen verstrekt. Zo spreken Shapira en Venezia (2001: 1576) over 'portfolio and money managers'. Klaarblijkelijk betreft het hier functionarissen die zowel beheren als adviseren, aangezien Shapira en Venezia spreken van: "Some clients call their PMMs (portfolio and money managers, AL) frequently, while others give them complete freedom in managing their portfolio."

## II Het beleggingsadvies, de beleggingsadviseur en de financiële instelling

den. Centraal staat de vraag of de fondsmanagers minder ontvankelijk zijn voor sommige psychologische effecten dan particuliere beleggers. Het onderzoek was met name gericht op het *dispositie-effect*.<sup>150</sup> Eveneens werden de handelsfrequentie en het handelsvolume van de twee onderzoeksgroepen met elkaar vergeleken. De onderzoekers concludeerden dat particuliere beleggers die handelden met hulp van een beleggingsdeskundige, hun verlieslatende beleggingen 56,15 dagen aanhielden, terwijl dit bij de zelfstandige beleggers gemiddeld 63,26 dagen was. Bij profijtelijke transacties was het echter omgekeerd. De beleggers die onder begeleiding handelden, hielden deze winstgevende posities 25 dagen aan, terwijl de zelfstandige beleggers deze 20,17 dagen aanhielden. De conclusie van de onderzoekers was dat het dispositie-effect bij beleggers die begeleid werden, kleiner was dan bij zelfstandige beleggers. De onderzoekers namen meer aspecten mee in hun onderzoek. Een van deze aspecten was de handelsfrequentie. Shapira en Venezia (2001: 1578) stelden dat beroepsmatige beleggers vaak worden beschuldigd van zogenaamd *churning*. Uit dit onderzoek kwam naar voren dat in die portefeuilles die onder intensieve begeleiding staan, gemiddeld drie maal zoveel *round trips*<sup>151</sup> uitgevoerd werden ten opzichte van de onafhankelijke portefeuilles (19,42 versus 6,51). Ook het aantal transacties was ongeveer driemaal zo hoog in de portefeuilles-onder-begeleiding (46,23 transacties) ten opzichte van de zelfstandige portefeuilles (19,42 transacties).<sup>152</sup> Of dit verschillend handelsgedrag te wijten is aan *status quo bias*<sup>153</sup> of juist de neiging van de beleggingsdeskundige om onnodig te muteren (*churning*) is onduidelijk. De prestaties van de portefeuille-onder-begeleiding bleven, ook na verrekening van de hogere provisie, beter dan die van de zelfstandig beheerde portefeuille. Daarenboven bleken de onafhankelijke portefeuilles meer gecorreleerd met de markt dan die portefeuilles die door fondsmanagers begeleid werden. Shapira en Venezia (2001: 1583) concluderen dat de beleggingsdeskundigen zich positief onderscheiden ten opzichte van particuliere beleggers; zij selecteren aandelen op hun merites en niet op basis van kuddegedrag zoals populaire aandelen. Daarnaast bleken veel particuliere beleggers slecht gespreide portefeuilles te hebben (Shapira, Venezia, 2001: 1584). Uit hun onderzoek bleek dat de spreiding van de beleggingen van de portefeuilles-onder-begeleiding verder doorgevoerd was (gemiddeld 17,8 aandelen) ten opzichte van de zelfstandige portefeuilles

150 De neiging van beleggers om stijgende aandelen sneller te verkopen dan verlies te nemen op aandelen die dalen. Dit 'dispositie-effect' is eerder aangetoond door Shefrin en Statman (1985: 788-790).

151 De definitie van 'round trips': "transactions where there was a buy and a subsequent sale so that at the end of the round trip the client had a zero position in the security" (zie Shapira, Venezia, 2001: 1576).

152 Dit in tegenstelling tot de onderzoeksresultaten van Barber en Odean (2001: 47) waaruit blijkt dat onlinebeleggers actiever en speculatiever beleggen dan de gemiddelde belegger.

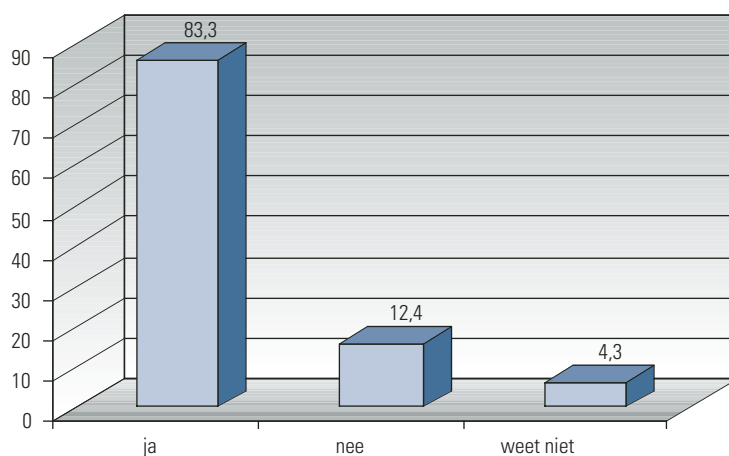
153 De neiging om, door onzekere factoren, niet te handelen (Samuelson en Zeckhauser, 1988: 33-35).

(gemiddeld 6 aandelen). Daarnaast kan de toegevoegde waarde van een bemiddelaar worden gevonden in het besparen van zoek- en vergelijkingskosten (Boot, 2000: 10).

Hoe ervaren de Nederlandse particuliere beleggers de toegevoegde waarde van hun beleggingsadviseur? In de volgende subparagraaf is op basis van empirisch onderzoek gezien of de toegevoegde waarde van de beleggingsadviseur volgens de particuliere beleggers congruent is aan de hiervoor beschreven bevindingen.

### 3.4.3 De toegevoegde waarde van de beleggingsadviseur volgens de particuliere beleggers

In de telefonische enquête onder 1.001 particuliere beleggers is de vraag gesteld of zij van mening zijn dat de beleggingsadviseur een toegevoegde waarde heeft. Van de particuliere beleggers die van de diensten van een beleggingsadviseur gebruik maken, is 83,3% van mening dat deze adviseur toegevoegde waarde heeft. Slechts 12,4% is van mening dat de beleggingsadviseur geen toegevoegde waarde heeft.



*Figuur 7: 'Bent u van mening dat de beleggingsadviseur toegevoegde waarde heeft?' (volgens de particuliere beleggers, n=339, in %)*

Er is een significant verschil geconstateerd tussen de beleggers met een belegbaar vermogen tussen de € 50.000 - € 100.000 en beleggers met een belegbaar vermogen  $\geq$  € 100.000. Van deze eerstgenoemde groep is 92,4% van mening dat de beleggingsadviseur een toegevoegde waarde heeft, ten opzichte van 74,7% van

## II Het beleggingsadvies, de beleggingsadviseur en de financiële instelling

de laatstgenoemde groep. Dit wil nog niet zeggen dat de particuliere belegger de beleggingsadviseur als de alwetende ziet. Van de particuliere beleggers stelt 40,1% dat de beleggingsadviseur beter weet wat goed voor hem is dan zichzelf, 26,9% is het hier een beetje mee eens en 33% deelt deze mening niet. Van de laagopgeleide beleggers is 70,8% van mening dat de beleggingsadviseur beter dan zichzelf weet wat goed voor hen is.<sup>154</sup> Van de hoogopgeleide beleggers is 34,5% deze mening toegedaan. Er is tevens een onderling significant onderscheid te maken tussen de beleggers die in aandelen, opties, obligaties of beleggingsfondsen beleggen. 43,4% van de aandelenbeleggers is van mening dat de beleggingsadviseur niet beter weet dan zichzelf wat goed voor hen is. De beleggers in obligaties en de beleggers in beleggingsfondsen zijn deze mening minder toegedaan (27,6% respectievelijk 33,7%). Op de vraag wat wordt gemist in de dienstverlening van de beleggingsadviseur, komen geen echt noemenswaardige zaken naar voren. Meer deskundigheid van de beleggingsadviseur noemt 8,2%, meer contact opnemen met de belegger noemt 4,6% van de particuliere beleggers en 4,1% verwacht meer eerlijkheid van de beleggingsadviseur.

Uit het literatuuronderzoek blijkt de beperkte toegevoegde waarde van de beleggingsadviseur als koersvoorspeller. Dit aspect zien de particuliere beleggers het minste als toegevoegde waarde van de beleggingsadviseur. 45.1% van de beleggers die gebruik maken van de diensten van de beleggingsadviseur, stelt dat 'koopjes jagen' een toegevoegde waarde is van de beleggingsadviseur. Daarbij moet worden opgemerkt dat er een significant verschil is tussen de banken. Van de particuliere beleggers die gebruik maken van één grootbank, stelt 63,3% dat hun beleggingsadviseur wel een goed gevoel heeft voor koopjes en zo meer winst weet te maken dan de beleggers zelf. Dit is een significant hoger percentage dan bij drie andere grootbanken, waar respectievelijk 30,9%, 39,7% en 29,1% van de particuliere beleggers stelt dat de toegevoegde waarde van de beleggingsadviseur 'koopjes jagen' is. Voorts zijn op twee andere crossvariabelen significante verschillen aangetoond. Beleggers met een beleggingshorizon tot vijf jaar (48,5%) én speculatieve beleggers (55%) zijn van mening dat de beleggingsadviseur geen goed gevoel voor koopjes op de financiële markten heeft. Dit is een aanmerkelijk verschil ten opzichte van beleggers met een beleggingshorizon van tien jaar en langer (31,7%) en defensieve en middenspeculatieve beleggers (36,9% en 33,3%).

Uit de telefonische enquête blijkt dat de toegevoegde waarde van de beleggingsadviseur moet worden gezocht in een combinatie van analytische vaardigheden

<sup>154</sup> Dit komt overeen met de eerdere bevindingen van het onderzoek van The Financial Services Authority (2004).



en vertrouwen. Zo blijkt 79,4% van de beleggers van mening te zijn dat de toegevoegde waarde voornamelijk zit in het goed analyseren van de risico's van de effectenportefeuille. De beleggers die zichzelf betitelen als een defensieve belegger (84,9%), én de beleggers die voornamelijk in obligaties beleggen<sup>155</sup> (84,1%), zien dit significant vaker als de toegevoegde waarde van de beleggingsadviseur dan aandelenbeleggers (74,5%) en speculatieve beleggers (67,5%). Vertrouwen en aandacht voor de persoonlijke situatie zijn voor de particuliere beleggers eveneens belangrijke aspecten waarop hun relatie met een beleggingsadviseur is gebaseerd. 68,2% ziet hun beleggingsadviseur als hun belangenbehartiger (met name de laagopgeleide beleggers (83,3%) zijn deze mening toegedaan, terwijl de hoogopgeleide beleggers dit aanmerkelijk minder vaak (65,8%) stellen). Dat de beleggingsadviseur de persoonlijke situatie van de belegger goed kent en hierop zijn advies baseert, blijkt eveneens van belang voor de particuliere beleggers (67,7%). Ook hier zijn onderlinge significante verschillen geconstateerd. Met name de beleggers met een grotere effectenportefeuille ( $\geq \text{€ } 100.000$ ) stellen dit in 80,5% van de gevallen. Slechts 14,9% van de grote beleggers is van mening dat de beleggingsadviseur geen persoonlijk adviseur is. Daarentegen beschouwt 32,2% van de beleggers met een kleiner belegbaar vermogen ( $\leq \text{€ } 10.000$ ), hun beleggingsadviseur niet als een persoonlijk adviseur die hun persoonlijke situatie kent en hiermee rekening houdt bij het adviseren. Ook beleggers met een vermogen tussen de  $\text{€ } 50.000$  -  $\text{€ } 100.000$  stellen dit vaker (37,7%) dan grotere beleggers ( $\geq \text{€ } 100.000$ ).

### 3.5 Conclusies

Beleggingsadviesdiensten behoren tot de niet-stoffelijke geloofsproducten waarvan de kwaliteit noch *ex post*, noch *ex ante* objectief is vast te stellen. De relatiegeoriënteerde consument, die om technische of emotionele redenen behoefte heeft aan begeleiding, neemt de diensten van de beleggingsadviseur af op basis van een psychologisch spel tussen zowel vertrouwen en geloof. Hij wil op basis van de hoop op verbetering van zijn financiële positie geloven dat het afgegeven advies hem die verbetering zal opleveren. Vertrouwen in zowel de financiële instelling als in de beleggingsadviseur is hierbij onontbeerlijk. Zeker omdat er in beginsel sprake is van een asymmetrie in kennis, ervaring en middelen tussen

<sup>155</sup> Hierbij zij opgemerkt dat het begrip 'defensief' een andere inhoud kan hebben dan 'alleen in obligaties beleggen'.

## II Het beleggingsadvies, de beleggingsadviseur en de financiële instelling

de particuliere belegger en de financiële instelling (en diens medewerker). Dit vertrouwen in combinatie met de asymmetrie zorgt ervoor dat een actief beroep wordt gedaan op de integriteit van de beleggingsadviseur.

Het kenmerkende van de beleggingsadvies is dat de niet-deskundige belegger het advies van de deskundige moet beoordelen. Daarbij wordt gesteld dat de niet-deskundige belegger verantwoordelijk is voor het wel of niet accepteren van een verstrekt beleggingsadvies. De setting waarin een beleggingsadvies wordt verstrekt (door een medewerker van een instelling waarbij vertrouwen en integriteit worden verondersteld aanwezig te zijn) in combinatie met de invloed die een beleggingsadvies kan hebben op het huishouden van een cliënt, maakt dat de vrijblijvendheid laag is en de verantwoordelijkheid van de beleggingsadviseur groot. Daarbij moet in ogenschouw worden genomen dat een beleggingsadviseur, zeker bij het aangaan van een relatie, in voorkomende gevallen zal pretenderen veel kennis en/of ervaring te hebben en zodoende toegevoegde waarde te hebben voor de cliënt. Dit behoort tot de preoperationele fase van het beleggingsadviestraject, waar kennismaking, imponeren en emotioneel binden een rol spelen. De verplichting om de beleggingen af te stemmen op de persoonlijke situatie van de particuliere belegger, zorgt ervoor dat er in toenemende mate een beroep wordt gedaan op de brede financiële kennis van de beleggingsadviseur. In veel gevallen is de beleggingsadviseur, met name bij de grote financiële instellingen, niet alleen betrokken bij beleggingen, maar ook in toenemende mate bij het verstrekken van leningen, verzekeringen etc. Hierbij wordt in toenemende mate een generalistische houding van de beleggingsadviseur vereist.

Voor zowel de relatie- als transactiegeoriënteerde belegger is financieel-economische informatie ruim en relatief eenvoudig voor handen. Het juist interpreteren ervan vereist kennis en ervaring. De hoeveelheid informatie en de snelheid waarmee deze beschikbaar is gekomen, lijken de asymmetrie nauwelijks te hebben gereduceerd. Veel particuliere beleggers hebben op een of andere wijze dan ook behoefte aan begeleiding. Deze begeleiding moet niet gezocht worden in 'het selecteren van koopjes' of het 'voorspellen van koersen'. Onderzoeken naar de kwaliteit van deze adviezen wijzen uit dat deze doorgaans zeer beperkt is of dat het volgen van de adviezen zelfs tot een *underperformance* ten opzichte van de *benchmark* leidt. De beleggingsadviseur kan daarentegen wel een toegevoegde waarde tonen in het onderkennen van irrationeel gedrag bij de particuliere belegger, zoals overmoedigheid en zelfoverschatting.<sup>156</sup> Hier geeft een beleggingsadviseur, door een rationele

<sup>156</sup> Zie in dit verband het onderzoek uitgevoerd door Millward Brown in 2004 in opdracht van beleggersbank Alex, waaruit blijkt dat 60% van de particuliere beleggers zijn beleggingskeuzen maakt zonder enige strategie. De helft van de particuliere beleggers handelt volledig op zijn gevoel.

houding ten aanzien van de marktontwikkelingen aan te nemen en een (risicoreducerende) spreiding in de effectenportefeuille door te voeren, een zinvolle invulling aan zijn taak.

Uit de enquête onder particuliere beleggers blijkt dat de beleggingsadviseur in mindere mate gezien wordt als een medewerker die een goed gevoel heeft voor koopjes en zo meer winst kan maken dan de belegger zelf. De meerderheid van de beleggers ziet de toegevoegde waarde van de beleggingsadviseur in een combinatie van analytische kwaliteiten en vertrouwen. De beleggingsadviseur wordt vaak gezien als een functionaris die beleggingsrisico's van de effectenportefeuille goed analyseert. Het gestelde vertrouwen blijkt uit twee aspecten. Allereerst is er een categorie beleggers die hun beleggingsadviseur zien als een vertrouwenspersoon. Dit blijken met name laagopgeleide beleggers te zijn, die zelfs een blind vertrouwen hebben in hun beleggingsadviseur. Hier wordt een nadrukkelijk beroep gedaan op de integriteit van de beleggingsadviseur. Een ander aspect van het gestelde vertrouwen is de persoonlijkheid in de relatie. Hier zijn het met name beleggers met een groot belegbaar vermogen die stellen dat hun beleggingsadviseur een persoonlijk adviseur is en de persoonlijke financiële situatie goed kent en die meeweegt in zijn beleggingsadvies. Ogenscheinlijk lijkt het verschil tussen een persoonlijk adviseur en een vertrouwenspersoon een nuanceverschil, maar dit is niet geheel het geval. Indien men spreekt van een vertrouwenspersoon, dan is men min of meer bereid zijn (financiële) lot in handen te leggen van de beleggingsadviseur. Bij de functionaris die de persoonlijke situatie goed kent en hierop zijn adviezen afstemt, blijft het aspect van adviseren voorop staan. Met andere woorden: de perceptie van kwaliteit van de gegeven adviezen kan weliswaar toenemen, de particuliere belegger beslist echter zelfstandig over zijn eigen financiële 'lot'.

## 4 De financiële instelling en het belang van beleggingsadvisering

### 4.1 Inleiding

In dit hoofdstuk wordt nader ingegaan op de diverse belangen van de financiële instelling en de wijze waarop deze belangen gediend worden. De belangen van de beleggingsadviseur en de financiële instelling kunnen sterk verschillen ten opzichte van elkaar, maar ook ten opzichte van die van een particuliere belegger (welke besproken zijn in § 3.3.1). De diverse belangen die bij de financiële instelling een rol spelen, worden in § 4.2 besproken, waarna in § 4.3 de bedrijfseconomische belangen aan bod komen. Tot slot wordt inzicht gegeven in de wijze waarop beleggingsadvisering rendabel wordt gehouden (§ 4.4).

### 4.2 De diverse belangen van de financiële instelling

Haaks op de in het voorgaande hoofdstuk genoemde vrijheid van het individu, staat de macht van de financiële instellingen. Deze macht komt op een aantal wijzen tot uiting. Zo is er het asymmetrisch verlopen van de informatiestromen tussen de beroepsmatige belegger enerzijds en de particuliere belegger anderzijds. Hierdoor ziet de particuliere belegger zich geconfronteerd met een machtig instituut waar een voorsprong in kennis, kapitaal en ervaring is geconcentreerd (zie § 3.3.3). Complexe organisaties, waaronder financiële instellingen, hebben in de vorige eeuw prominente posities in de maatschappij verworven welke doorgaans ten koste gingen van de positie van zelfstandig opererende natuurlijke personen (zie ook Galbraith, 1967: 72, Dahl, 1970: 115-121).

Een complexe organisatie als een financiële instelling is maar beperkt afhankelijk van het individu. Met name in een één-op-één conflict zal het individu zich

als David voelen die tegen Goliath moet strijden. Pas zodra het individu zich in een collectief verzamelt en opereert tegen de financiële instelling, zal de kans dat hij gehoor vindt voor zijn klacht, toenemen.<sup>157</sup> Deze kans kan eveneens toenemen indien de media worden ingeschakeld.<sup>158</sup> Dat een individu het gevoel heeft tegen Goliath te strijden, kan verklaard worden doordat veel instellingen *repeat-players* zijn (Galanter, 1974: 97). Zij zijn regelmatig in vergelijkbare juridische procedures verwickeld en raken zo deskundig op het gebied van het voeren van procedures. Zodoende kunnen zij hun toekomstige relaties met anderen beter structureren, (juridische) kennis ontwikkelen, gemakkelijker onderhandelen en hun risico en kosten spreiden over meerdere zaken. De particuliere beleggers zijn daarentegen meestal *one-shooters*, aangezien zij een juridische weg veelal maar één keer bewandelen (Bovens, 1990: 20). Door een gebrek aan kennis, ervaring en middelen worden zij beperkt in hun mogelijkheden.<sup>159</sup> Deze voorsprong, in combinatie met de financiële en administratieve hulpmiddelen, zorgt ervoor dat de 'adem' van de financiële instelling vaak langer is dan die van het individu.<sup>160</sup>

Heeft de liberalisering en de concurrentie de monopolistische positie van de financiële instellingen dan niet effectief doen tanen? Ten aanzien van de multinationals en institutionele beleggers is dit zeker gedeeltelijk gelukt. De grote instellingen en beleggers vinden elkaar in toenemende mate rechtstreeks op de kapitaalmarkt. De positie van de particuliere beleggers is daarentegen beperkt verbeterd. Weliswaar heeft de particuliere belegger meer informatie en keuze in aanbieders. Echter, de financiële instellingen hebben steeds nadrukkelijker een publieke functie verworven. Dit laat zich het beste duiden door de monopolistische<sup>161</sup> positie die financiële instellingen innemen ten aanzien van de toegang tot de institutionele markt. Zonder tussenkomst van de financiële instellingen heeft het individu in Nederland geen toegang tot deze markten. De financiële instellingen zijn zo niet alleen de poortwachters tot de kapitaalmarkten, zij spelen ook een evidente rol in het alloceren van het kapitaal. Zowel op de primaire als de secundaire markten vervullen de financiële instellingen om die reden de functie van operationeel en adviserend intermediair. Financiële instellingen

157 Vergelijk in dit verband de stichtingen die de belangen behartigen van particuliere beleggers die in effectenleaseproducten hadden belegd.

158 Zie hierbij de brede media-aandacht die enkele klachten tegen financiële instellingen vanaf 1998 kregen (zie § 1.1.2). Voor het effect van het dreigen met media-aandacht, zie § 10.1.4.3.

159 Bruinsma (1988: 150) verwoordt het in zijn onderzoek naar de Nederlandse cassatierechtspraak als volgt: "Op weg naar de Hoge Raad verliezen vooral particulieren het zicht op hun zaak (...) Organisaties blijven het proces sturen."

160 Financiële instellingen kennen daarnaast, in tegenstelling tot het individu, geen levensduur.

161 Met name grotere banken profiteren van deze bescherming, hetgeen voor de banken heeft geleid tot inefficiëntie en excessieve bureaucratisering (Boot, Schmeits, 1999: 705).

## II Het beleggingsadvies, de beleggingsadviseur en de financiële instelling

blijven bijvoorbeeld onontbeerlijk als risicotransformator in de overdracht van besparingen naar investeringen.<sup>162</sup> Met deze risicotransformatie wordt weliswaar een belangrijke bijdrage geleverd aan een (effectieve) allocatie van middelen – in casu een verschuiving van markt- en kredietrisico van de intermediair naar de particuliere belegger (Wellink, 2002) – maar behoudt de financiële instelling wel haar machtspositie. Bij het uitoefenen van haar maatschappelijke functie heeft de financiële instelling meerdere rollen te vervullen. Deze diverse rollen kennen een potentieel belangenconflict (Allen, Jagtiani en Saunders, 2000: 22). Naast de rol van poortwachter en intermediair, vervullen de financiële instellingen ook de functie van marktbeoordelaar, *liquidity provider*,<sup>163</sup> kredietverstrekker en van obligatiehouder of aandeelhouder. Hiermee zijn zij een actor op de financiële markten met zelfstandige doelstellingen. De laatst genoemde rol van aandeelhouder mag niet onderschat worden. Ter illustratie: in de Verenigde Staten bezaten de particuliere beleggers in het jaar 1950 negentig procent van het aandelenkapitaal, in het jaar 2000 was dit minder dan veertig procent.<sup>164</sup> Het overgrote gedeelte van het beschikbare aandelenkapitaal is onder controle gekomen van de financiële instellingen in de vorm van beleggingsfondsen, individueel beheerd vermogen (bijvoorbeeld pensioengelden of verzekeringspolissen) of eigen beleggingen.<sup>165</sup> Zodoende dirigeren de financiële instellingen het vermogen dat eigendom is van derden. Deze vorm van directe sturing blijkt van grote invloed op de allocatie van kapitaal.<sup>166</sup> Allen (2001: 1166) beargumenteert dat de belangen van financiële instellingen in aandelen te hoog zouden zijn (geworden) om ook daadwerkelijk onafhankelijk te kunnen bemiddelen. Deze afhankelijkheid blijkt uit het percentage beheerd vermogen in *mutual funds* dat is gestegen tot 19% in 2000. In tabel 6 is de afname van het belang van de particuliere beleggers versus de toename van het belang van de institutionele beleggers weergegeven.

162 Een voorbeeld van deze risicotransformatie is het introduceren van producten zoals *Reverse Convertible Notes* en garantieproducten om zo het transformeren van risicomijdend kapitaal (spaargelden) naar risicodragend kapitaal (beleggingen) te initiëren. Bij deze transformatie nemen ook de marges voor de financiële instellingen toe: spaarrekeningen waar de financiële instellingen nauwelijks rentemarge op maken, worden omgezet naar beleggingsproducten met hoge marges. De beleggingsrisico's worden evenwel niet overgenomen door de instelling maar afgewenteld op de consument.

163 De rol van de *liquidity provider* is vooral het bieden van bescherming tegen variaties in de beweeglijkheid van de markt, het fungeren als tegenpartij, zodat transacties altijd mogelijk zijn en als uitvloeisel daarvan het verhogen van het transactievolume (bron: Euronext.com).

164 De totale kapitalisatie van alle aandelenmarkten bedroeg in 2001 naar schatting ruim 26 duizend miljard (Oeso, 2004).

165 Volgens het NYSE Factbook 2001 hadden de institutionele beleggers in de Verenigde Staten meer dan 50% van de Amerikaanse aandelen in handen. Schwartz en Shapiro (1992) constateren dat institutionele beleggers in 1989 circa 70% van het totale transactievolume op de New York Stock Exchange voor hun rekening namen.

166 Volgens Boot (2002: 35) zullen de nauwe banden tussen beleggingsfondsen en banken, de traditionele commissiegedreven tussenpersonen en bovenal de sceptische consument zorgen voor veel rigiditeit en een spoedige verbetering van de marktwerking onwaarschijnlijk maken. Waarbij voorlopige verbeteringen alleen zullen voortkomen uit het directe effect van regelgeving en toezicht op de beleggingsinstellingen.

## 4 De financiële instelling en het belang van beleggingsadvisering

Sector	1950	1970	1990	2000
Private pension funds	0,8	8,0	16,8	12,9
State & local pension funds	0,0	1,2	7,6	10,3
Life insurance companies	1,5	1,7	2,3	5,4
Other insurance companies	1,8	1,6	2,3	1,1
Mutual funds	2,0	4,7	6,6	19,0
Closed-end funds	1,1	0,5	0,5	0,3
Bank personal trusts	0,0	10,4	5,5	1,9
Foreign sector	2,0	3,2	6,9	8,9
Household sector	90,2	68,0	51,0	39,1
Other	0,6	0,6	0,7	1,2
<b>Total equities outstanding</b>	<b>142,7</b>	<b>841,4</b>	<b>3.542,6</b>	<b>19.047,1</b>

*Tabel 6: Holding of Corporate Equities in the United States in % (bron: Federal Reserve Board 'Flow of Funds', 2001)*

Hiervoor zijn enkele directe sturingsmechanismen genoemd die de financiële instellingen kunnen inzetten. Een min of meer indirecte sturing die eveneens tot de beschikking van de financiële instellingen staat, is het prijswapen. Het verhogen of het verlagen van de kosten voor beurstransacties is een effectief middel om de toegang tot de primaire en secundaire markten te reguleren. Hiermee kunnen de financiële instellingen direct aansturen op het vergroten van een belang in beleggingsfondsen en hiermee hun invloed versterken van indirect naar direct transformeren. Sinds de komst van aanbieders van alternatieve beleggingskanalen (zoals het internet) kan gesteld worden dat de effectiviteit van het prijswapen is gereduceerd, maar niet volledig verdwenen is.

De invloed van de financiële instellingen heeft ook een indirect karakter. Door de uitgebrachte researchrapporten met aanbevelingen omtrent (individuele) beleggingen kan (indirect) sturing worden gegeven aan de (her)allocatie van de aandelenbelangen van de particuliere belegger. De beleggingsadviseur die in dienst is van deze financiële instelling, kan op basis van (eigen) analistenrapporten, een sturing geven aan de belangen van de belegger. Hierdoor geeft de financiële instelling sturing aan de hele keten van het alloceren van kapitaal.

## II Het beleggingsadvies, de beleggingsadviseur en de financiële instelling

In onderstaand schema is weergegeven welke rollen de financiële instellingen in Nederland hebben:

Rol	Taak
Actief beheerder vermogen derden	Actief alloceren van vermogen voor rekening en risico van derden teneinde beleggingsdoelstellingen te realiseren
Operationeel intermediair	Verschaffen van toegang tot de financiële markten voor een breed publiek en hier voor rekening en risico van derden effectenorders uitvoeren
Adviserend intermediair	Heralloceren van kapitaal voor rekening en risico van derden door (pro)actieve of reactieve advisering
Beoordelend analist	Analyseren en opiniëren van beleggingsmogelijkheden voor een breed publiek
<i>Liquidity provider</i>	Actief direct participeren op de kapitaalmarkten voor eigen rekening als tegenpartij van kopers of verkopers teneinde afdoende liquiditeit in een beleggingsinstrument te verzorgen
Actief beheerder voor eigen rekening	Actief alloceren van vermogen voor eigen rekening en risico teneinde beleggingsdoelstellingen te realiseren

*Tabel 7: Rolverdeling financiële instellingen op de primaire en secundaire kapitaalmarkt*

### 4.3 Nastreven van bedrijfseconomische doelstellingen

Bij het vervullen van de diverse rollen staat bij winstgedreven organisaties, zoals financiële instellingen doorgaans zijn, het voortbestaan voorop. Dit kan alleen gerealiseerd worden door bedrijfseconomische doelstellingen te hanteren. De financiële instelling zal zijn medewerkers aansturen om de organisatiedoelen te realiseren, waarbij er een vertaling plaatsvindt van deze doelstellingen per medewerker. Deze bedrijfseconomische vertaling lijkt eenvoudig, maar maakt de beleggingsadviseur voor een werkgever tot een kwetsbare schakel.

De beleggingsadviseur is verantwoordelijk voor het behalen van omzet. Er dient gepresteerd te worden ten voordele van de werkgever, de effecteninstituting. Managers zouden hierbij bereid kunnen zijn om de kwaliteit te reduceren ten gunste van de kwantiteit, om zo pas te houden met de groei van de particuliere beleggingsmarkt. In dit proces zijn ook de condities van het werken onder druk komen te staan en zijn de financiële instellingen hun effectenbedrijf als belangrijke motor van hun te behalen budgetten gaan zien. Met name vanuit aandeelhouderswaarde is het effectenbedrijf een aantrekkelijke bron: weinig risico (de particuliere beleggers lopen het beleggingsrisico) en investeringen. Alleen de personeelslasten zijn vaak hoog, maar eenvoudig te compenseren. Zo ontstaat een wat eenzijdig beeld van de beleggingsadviseur die een productie-eenheid is geworden, waarbij



productiesnelheid en -hoeveelheid relevante prestatie-indicatoren zijn. ‘Objectief adviseren’ lijkt te zijn vervangen door ‘verkopen’. Moeten beleggingsadviseurs met hun complexe verantwoordelijkheden nu beschouwd worden als adviserende verkopers, of verkopende adviseurs? Dit maakt een wezenlijk verschil in de benadering van hun verantwoordelijkheden en hun zorgplicht.<sup>167</sup> Daarbij behoort het tot de taak van de beleggingsadviseur om het kapitaal van zijn cliënt(en) te laten renderen. Hiermee is er niet alleen een kortetermijndoelstelling te behalen, maar ook een langetermijndoelstelling. De cliënt dient tevreden te worden gehouden. De behaalde winst op de beleggingen dient op langere termijn, maar in veel gevallen (afhankelijk van cliënts beleggingshorizon) ook op korte termijn, hoger te zijn dan het vrijwel risicoloze rendement op staatsobligaties. Dan is er nog het directe financiële belang van de beleggingsadviseur. Bij veel effectenininstellingen is er een correlatie tussen de te behalen bonus en de geleverde financiële prestatie. Hiermee kan de beleggingsadviseur direct zelfstandig invloed uitoefenen op de hoogte van zijn inkomen (zie § 11.2.1 over prestatiegericht belonen). Kortom: de beleggingsadviseur van een effectenininstelling heeft drie financiële belangen te behartigen. Toch heeft de beleggingsadviseur niet alleen met de financiële belangen te maken. Hij is eveneens de poortwachter van het imago en de reputatie van de instelling. Het naleven van de wet- en regelgeving komt uiteindelijk samen bij deze beleggingsadviseur. Faalt hij hierin, dan kunnen het imago en de reputatie van de effectenininstelling in gevaar komen.<sup>168</sup>

#### 4.4 De rentabiliteit van beleggingsadvisering en de rol van reorganiseren

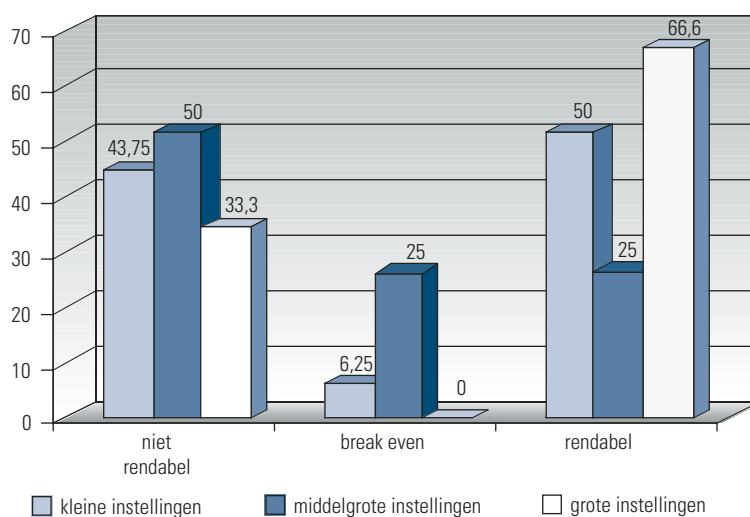
De beursmalaise in de jaren 2000-2002 alsmede de algehele verslechterde economische omstandigheden zorgden ervoor dat het beleggen onder particuliere beleggers minder populair werd. Dit heeft zijn weerslag gehad op de beleggingsadvisering. Uit de interviews met de directieleden blijkt dat bij slechts enkele instellingen beleggingsadvisering nog van economisch belang is. Twee directieleden geven aan dat de provisies die worden behaald uit het beleggingsadviesbedrijf, meer dan 50% van de omzet van hun totale effectenbedrijf betreffen. Met

<sup>167</sup> Vergelijk in dit verband Thompson (1973: 191-211) die stelt dat van verkopers niet dezelfde mate van verantwoordelijkheidsgevoel mag worden verwacht als van bijvoorbeeld sociaal werkers.

<sup>168</sup> Vergelijk in dit kader de schade die bij Bank Labouchere is aangericht door een of enkele beleggingsadviseurs die niet geheel conform de regelgeving gehandeld zouden hebben.

## II Het beleggingsadvies, de beleggingsadviseur en de financiële instelling

de bijdrage in de totale winst van het effectenbedrijf is het niet veel beter gesteld. 60% van de directieleden geeft aan dat beleggingsadvisering zorgt voor 10% of minder van de winstbijdrage van hun effectenbedrijf. In die gevallen (34% van de directieleden) dat beleggingsadvisering meer dan 10% van de winst van hun effectenbedrijf voor haar rekening nam, bleek beleggingsadvisering ook een kernactiviteit te zijn van de betreffende financiële instelling. 50% van de directieleden stelt dat er winst wordt gemaakt met het geven van beleggingsadvies en dit derhalve 'rendabel' kan worden genoemd.



*Figuur 8: 'Is beleggingsadvisering rendabel bij uw instelling?' (volgens de directieleden, in %)*

In het overgrote gedeelte van de 34% van de instellingen waar beleggingsadvies meer dan 10% van de winst van het effectenbedrijf betreft, geven de directieleden aan dat er (aanzienlijke) maatregelen getroffen zijn om de rentabiliteit van de beleggingsadvisering te verhogen óf dat er reorganisaties gepland zijn of reeds doorgevoerd.<sup>169</sup> Uit de interviews blijkt dat deze reorganisaties zich concentreren op zes onderdelen:

- de nadruk leggen op beleggingsadviescliënten met een groter belegbaar vermogen;

<sup>169</sup> Zie ook Rajan *et al.* (2004: 5). Uit dit onderzoek, gehouden onder 3.000 investment managers uit 29 landen, blijkt dat 50% van de investment managers structurele wijzigingen in hun bedrijfsvoering hebben doorgevoerd.

- een hogere activiteitsgraad bereiken onder beleggingsadviescliënten;
- het reduceren van het aantal medewerkers;
- het invoeren van een vaste adviesvergoeding;
- het verkopen van of stoppen met beleggingsadvisering;
- de nadruk leggen op een bredere dienstverlening.

#### 4.4.1 De nadruk leggen op beleggingsadviescliënten met een groter belegbaar vermogen

De particuliere beleggers met een klein of middelgroot belegbaar vermogen<sup>170</sup> zullen in toenemende mate in standaardproducten geadviseerd worden. Uit de interviews blijkt dat de directieleden van meerdere financiële instellingen voornemens zijn om particuliere beleggers met een klein belegbaar vermogen dusdanig hoge kosten<sup>171</sup> te gaan berekenen dat zij ‘vanzelf’ in beleggingsfondsen zullen beleggen of naar een andere financiële instelling zullen overstappen. Daarnaast leggen de directieleden de nadruk op particuliere beleggers met een groot belegbaar vermogen. Zo stelt een directeur van een kleine financiële instelling: “Het beleggingsadviesbedrijf is eigenlijk heel eenvoudig, je richt je met je beste mensen op 20% van je klantenportefeuille en realiseert hier 80% van de omzet uit.” Hiervoor moet dan wel voldoende klantenbasis zijn. Het blijkt dat lang niet iedere financiële instelling over een dergelijke basis beschikt. Zo noemt een directeur namens een kleine financiële instelling de volgende oplossing: “O, ik ben bereid om flink te betalen voor nieuwe account managers zolang deze maar voldoende klanten meebrengen en zo hun broek op kunnen houden.” Er zijn echter instellingen die zich juist richten op de particuliere belegger met een kleiner belegbaar of belegd vermogen. Dit blijken met name de kleine financiële instellingen te zijn. Zij zien dit als een *nichemarkt* die met name de grote instellingen (bewust) laat liggen. Deze kleine instellingen stellen met een actieve benadering<sup>172</sup> goede rendementen te kunnen behalen voor de particuliere belegger. ‘Frequent contact’ en ‘hoge mutatiefrequentie’ worden hier genoemd als een gebruikte methodiek. Twee directieleden van grote financiële instellingen zeggen dat de cliënten met een groter belegbaar vermogen worden weggehaald bij de beleggingsadviseur van het lokale of regionale kantoor en naar de afdeling Private Banking<sup>173</sup> worden overgeheveld. Een van deze twee directeuren: “De

170 Er blijkt niet een eenduidige definitie te geven van wat er onder klein en middelgroot belegbaar vermogen wordt verstaan. In dit onderzoek zijn de volgende categorieën onderscheiden: particuliere beleggers met een belegbaar vermogen tot € 10.000, van € 10.000 - € 50.000, van € 50.000 - € 100.000 en van € 100.000 en meer. Zodoende wordt in dit onderzoek een vermogen kleiner dan € 100.000 beschouwd als een klein tot middelgroot vermogen.

171 Denk hierbij aan het verhogen van het minimum bewaarloon en/of het verhogen van de minimum transactiekosten.

172 Regelmatig blijken hierbij derivaten te worden ingezet.

173 Een afdeling die zich specialiseert in het bedienen van cliënten met grote(re) vermogens. Veelal speelt fiscaal-juridische begeleiding van deze cliëntengroep een belangrijke rol.

## II Het beleggingsadvies, de beleggingsadviseur en de financiële instelling

beleggingsadviseur gaat terug naar de kantoren en zal de kleinere particuliere belegger zoveel mogelijk gaan bedienen met behulp van huisfondsen. De grote vissen gaan naar Private Banking.” Daarmee is niet gesteld dat er geen beleggingsadviseurs bij een afdeling Private Banking kunnen werken. Uit de interviews is dit evenwel niet duidelijk geworden (zie ook § 3.3.5).

### 4.4.2 Een hogere activiteitsgraad bereiken onder beleggingsadviescliënten

Het beleggingsadviesbedrijf blijkt nog steeds voor een groot gedeelte financieel afhankelijk te zijn van de transactie-inkomsten. Zeven directieleden, verdeeld over alle categorieën instellingen, geven aan de activiteitsgraad binnen de effectenportefeuilles van de cliëntengroep te willen verhogen. Daarbij wordt door een directeur van een grote instelling gesteld dat de focus ligt op de eigen producten in verband met de hogere marges. In drie gevallen wordt de beleggingsadviseur dagelijks door diens leidinggevende gecontroleerd of de gewenste activiteitsgraad behaald wordt op de effectenportefeuilles. Overigens zeggen deze drie directieleden dat zij eveneens controleren of er sprake is van *churning*. Met andere woorden: men stelt te controleren op zowel het behalen van de omzet als op het onnodig muteren in de effectenportefeuilles. De eerder genoemde gewenste activiteitsgraad wordt in een enkel geval ook gespecificeerd. Een directeur van een kleine financiële instelling verwoordt het als volgt: “Per *assetclass*, per periode en per klant meten wij wat de resultaten zijn. Jaarlijks moet er 3% omzet behaald worden op een portefeuille, anders volgt er een serieus gesprek (met de betreffende beleggingsadviseur, AL).” Behoudens het (veelvuldig) adviseren van optieconstructies wordt door de directieleden niet aangegeven hoe een hogere activiteitsgraad zou moeten worden bereikt.

### 4.4.3 Het reduceren van het aantal medewerkers

Het merendeel van die directieleden die voornemens zijn een reorganisatie door te gaan voeren of reeds hebben doorgevoerd, noemt het reduceren van het aantal medewerkers als een methode om het beleggingsadviesbedrijf weer rendabel te maken.<sup>174</sup> Dit stellen voornamelijk de directieleden van de kleine instellingen.

<sup>174</sup> Zo ook Rabobank, Nederlands grootste financiële dienstverlener, die de dienstverlening van de lokale Rabobanken op het gebied van het beleggingsadvies aanzienlijk gaat inperken. Vrijwel alle 350 lokale banken zullen zich alleen nog bezighouden met het aanbieden van beleggingsfondsen. Dit is ingegeven door het slechte beursklimaat en de schikking rondom beleggingsclub D'n Anwas. Volgens dienstenbond CNV zal dit gevolgen hebben voor enige honderden personeelsleden (*Het Financieel Dagblad*, 25 januari 2003). Zie ook het rapport 'Rechtspraak in Nederland 2003' van het Centraal Bureau voor de Statistiek. Hier staat op pagina 37: “Als gevolg van economische stagnatie en daarmee vaak gepaard gaande reorganisaties is de arbeidsmarkt in de afgelopen jaren verslechterd. Vooral in de industrie (-3.8%), de bouw (-5.3%) en de financiële en zakelijke dienstverlening (-3.3%) was het banenverlies groot.”

Een directielid van een grote instelling en twee van middelgrote instellingen noemen het reduceren van het aantal medewerkers eveneens een beproefde methode om weer winst te maken met het beleggingsadviesbedrijf. Een directielid van een kleine instelling verwoordt het als volgt: “In 2003 heb ik grote schoonmaak gehouden. 66% van de arbeidscontracten heb ik opgezegd, twee vestigingen heb ik gesloten. En nog ga ik stoppen met het advies.”

In geen enkel geval bleek de volledige reorganisatie zich sec te richten op het reduceren van mensen. Een reorganisatie werd in alle gevallen uitgevoerd (of zal worden uitgevoerd) in combinatie met het verbreden van het dienstenpakket, het verhogen van de activiteitsgraad of het zich richten op vermogensbeheer.

#### 4.4.4 Het invoeren van een vaste adviesvergoeding

In het laatste decennium is het effectenbedrijf van de financiële instellingen meegroeid met de toegenomen belangstelling van de particuliere belegger voor het beleggen op de financiële markten.<sup>175</sup> Deze toegenomen belangstelling zorgde ervoor dat er hoge provisie-inkomsten uit transacties werden verkregen. Vanaf het jaar 2001 is deze provisie door de tanende belangstelling voor het beleggen onder druk komen te staan, terwijl er wel verplichtingen met een constant karakter<sup>176</sup> voor de financiële instellingen (langdurig) aangegaan zijn.<sup>177</sup> Uit de interviews blijkt dat vijf directieleden uit bedrijfseconomische overwegingen hebben besloten om een vaste adviesvergoeding in te voeren. Hiermee wordt ongeacht het aantal gedane transacties, de cliënt periodiek een vaste vergoeding in rekening gebracht. In één geval stelt een directeur van een kleine financiële instelling dat de inkomsten uit transacties zijn komen te vervallen en hij zich alleen richt op het verkrijgen van een vaste – periodieke – vergoeding. In de overige gevallen wordt de particuliere belegger geacht naast zijn transactiekosten eveneens een vaste vergoeding te gaan betalen voor het verkregen beleggingsadvies. Een directeur van een kleine instelling reageert: “Het feit dat beleggingsadvies rendabel is bij onze instelling ligt hem in het feit dat er een adviesfee wordt berekend. Dit ongeacht de hoeveelheid transacties die een klant bij ons doet.” Een kleine financiële instelling en twee grote financiële instellingen berekenen de cliënten weliswaar geen vaste vergoeding, maar adviseren de particuliere belegger nadrukkelijk

<sup>175</sup> Zo is het aantal beleggende huishoudens in Nederland van 1,32 miljoen in 1997 gegroeid naar 1,4 miljoen in 2005. De piek in de stijging was te vinden in het jaar 2000 met 1,93 miljoen beleggende huishoudens (bron: Retail Investor 2005, Millward Brown).

<sup>176</sup> Denk hierbij aan salarissen van medewerkers, kosten voor ICT, licenties, huur etc.

<sup>177</sup> Zie A. Rajan *et al.* (2004: 6).

## II Het beleggingsadvies, de beleggingsadviseur en de financiële instelling

richting beleggingsfondsen (en huisfondsen), omdat dit een hoge (doorlopende) *kickback-fee*<sup>178</sup> oplevert. Zodoende wordt er een vaste periodieke vergoeding verkregen op de beleggingen van deze beleggingscliënten.<sup>179</sup>

### 4.4.5 Het verkopen van of stoppen met beleggingsadvisering

De directieleden van vier kleine financiële instellingen overwegen om volledig te stoppen met het aanbieden van beleggingsadvisering. Daarnaast overweegt één directeur van een kleine financiële instelling om het bedrijfsonderdeel waarin beleggingsadvies wordt aangeboden, te verkopen. Een directeur van een kleine instelling zegt dat hij samenwerking zoekt met een andere instelling om de kosten die gepaard gaan met beleggingsadvisering, zo te kunnen delen.

### 4.4.6 De nadruk leggen op een bredere dienstverlening

In toenemende mate lijken de middelgrote en grote financiële instellingen zich verder van het zuivere beleggingsadvies af te wenden. De directieleden stellen de economisch toegevoegde waarde van hun activiteiten met name in het aanbieden van bredere (bancaire) diensten te zoeken. Hierbij wordt het rente- en kredietbedrijf vaak als aantrekkelijk genoemd. Een directeur van een grote financiële instelling tijdens het interview: “Wellicht is beleggingsadvies met het provisiebedrijf op zichzelf niet winstgevend, maar het rente- en kredietbedrijf zijn enorm belangrijk voor onze instelling. Het is daarom dat wij een brede insteek kiezen met onze dienstverlening.”

## 4.5 Conclusies

Financiële instellingen, en dan met name banken, kunnen ondanks de toegenomen concurrentie op de financiële markten nog steeds beschouwd worden als instituten waarvan de particuliere belegger in hoge mate afhankelijk is. Daarbij vervult de financiële instelling diverse rollen, zoals actief beheerder van het vermogen van derden, het zijn van operationeel intermediair, adviserend interme-

<sup>178</sup> Ook wel ‘bestandsvergoeding’ genoemd. Dit betreft een vastgestelde procentuele vergoeding op het in beleggingsfondsen belegde vermogen aan de partij die dit fonds geadviseerd heeft en/of in zijn bewaarbedrijf aanhoudt. Zo zal bank A die zijn particuliere beleggers in een beleggingsfonds van bank B adviseert, periodiek een procentuele vergoeding over het belegde vermogen ontvangen. Ook binnen de financiële instellingen zelf worden interne bestandsvergoedingen tussen afdelingen of *business units* overeengekomen.

<sup>179</sup> Volgens Huddart (1999: 259) kunnen vaste (periodieke) vergoedingen leiden tot onjuiste, risicooverse beleggingsbeslissingen van beleggingsadviseurs.

diair, kredietverstrekker, beoordelend analist, *liquidity provider* en actief beheerder van het eigen vermogen. De macht van de financiële instellingen is daarbij alleen verder toegenomen. Bij het alloceren van gelden van derden, maar ook van het eigen vermogen heeft de financiële instelling een directe invloed. Indirect is deze invloed aanwezig door het adviseren en het aanbevelen van bepaalde beleggingen, waarbij de financiële instellingen een onontbeerlijke rol spelen in het transformeren van risico's in de overdracht van besparingen naar investeringen. Ook het prijswapen staat hen ter beschikking, zij het in afnemende mate door de komst van telefonische beursorderlijnen en *E-brokerage*.

Jarenlang hebben de financiële instellingen kunnen profiteren van de populariteit van het beleggen onder het grote publiek. Door de daling van de economische groei en de malaise op de financiële markten (2000-2002) zijn de inkomsten van beleggingsadvisering fors teruggelopen. Bij die instellingen waarbij beleggingsadvisering meer dan 10% van de winst van hun effectenbedrijf vertegenwoordigt, geven nagenoeg alle directieleden aan dat zij maatregelen hebben getroffen om de winstgevendheid op instellingniveau op peil te houden. Er worden zes maatregelen genoemd die financiële instellingen hebben genomen: de nadruk leggen op beleggingsadviescliënten met een groter belegbaar vermogen, het bereiken van een hogere activiteitsgraad onder beleggingsadviescliënten, het (fors) reduceren van het aantal medewerkers, het invoeren van een vaste adviesvergoeding, het verkopen van of stoppen met beleggingsadvisering en de nadruk leggen op een bredere dienstverlening. Deze maatregelen, die geïnitieerd zijn om de winstgevendheid op peil te houden of te brengen, kennen een neveneffect: een verregaande segregatie binnen de cliëntenportefeuille van de financiële instelling op basis van economische criteria. Cliënten met een klein belegbaar vermogen, met een lage activiteitsgraad of zogenaamde 'mono-cliënten'<sup>180</sup> worden ofwel in standaardproducten geadviseerd of krijgen dusdanig hoge kosten doorberekend dat zij besluiten geen diensten van de financiële instelling meer af te nemen. Daarentegen krijgen cliënten die een groot belegbaar vermogen hebben en/of die muteren in de portefeuille of meerdere diensten of producten van de financiële instelling afnemen, juist de diensten van een account manager of beleggingsadviseur aangeboden.

180 Cliënten die bij een financiële instelling één dienst of product afnemen.

## 5 De beleggingsadviseur nader beschouwd

### 5.1 Beschouwingen over de beleggingsadviseur

#### 5.1.1 De beleggingsadviseur binnen het *principal-agent*-vraagstuk

In het maatschappelijk handelen vormt de asymmetrie van informatie tussen twee of meerdere partijen een onderdeel van de efficiencytheorie.<sup>181</sup> Een asymmetrie binnen een zakelijke relatie wordt versterkt indien een van de partijen onzeker is. Het *principal-agent*-vraagstuk doet zich dan ook met name voor in onzekere situaties waarbij er sprake is van politieke invloed of macht<sup>182</sup> (zie ook Ross, 1973: 135, Holmstrom, 1979: 74 e.v., Mok, 2005: 6). De *principal-agent*-theorie richt zich op de vraag waarom individuen zich niet inzetten voor samenwerkend gedrag, terwijl dergelijk gedrag de welvaart van sommigen zou verhogen zonder dat de welvaart van een ander individu vermindert (Baiman, 1982). Beide partijen zullen de relatie positief waarderen. Zeker in de situatie waarbij er geen kosten zijn die direct met dit gedrag samenhangen, zoals kosten van onderhandeling of kosten voor *monitoring*, is er reden aan te nemen dat een samenwerking in het voordeel van ieders welvaartspositie tot stand komt. In deze relatie verbindt een van de contractpartijen (de opdrachtnemer of agent) zich aan de andere partij (de opdrachtgever of principaal) om een activiteit te verrichten, waarbij er sprake is van delegatie en discretionaire ruimte. De principaal neemt een agent in de arm om deze handelingen te verrichten. Dit alles gebeurt om de doelstellingen van de principaal te bereiken, waarbij de agent discretionaire bevoegdheden krijgt namens de principaal. Echter, de agent heeft zijn eigen doelstellingen die niet per definitie overeen hoeven te komen met die van de principaal.<sup>183</sup> Daarbij komt dat

181 Binnen deze klassieke economische theorieën dient een onderscheid te worden gemaakt tussen de *principal-agent*-theorie en het *agent*-vraagstuk. Hierbij is de *principal-agent*-theorie een optimalisatie-analyse waarin de structuren van de actoren betreffende het aangegeven contract, de aard van de onzekerheid en de informatie-omgeving worden gemodelleerd.

182 Hierover stelt Moe (1990: 116-153) dat hij verscheidene verschillen ziet tussen politieke en economische verschijnselen. Zo ligt er een zekere vrijwilligheid ten grondslag aan economische verhoudingen, terwijl dit bij politieke macht ontbreekt.

183 Jensen en Meckling (1976: 308) stellen in hun onderzoek: "If both parties to the relationship are utility maximizers there is good reason to believe that the agent will not always act in the best interests of the principal."



de principaal veelal over beperkte informatie beschikt over de handelingen van de agent en mede daardoor slechts beperkte controle kan uitoefenen. De principaal zal derhalve een passend contract moeten opstellen met de agent om zijn doelstellingen te bereiken. Hierbij kan de principaal gebruik maken van de neiging tot zelfzucht van de agent.<sup>184</sup>

Een relatie kan diverse vormen hebben en omvat veelal een divergentie tussen de twee partijen (zie hiertoe ook Johanson, Mattsson, 1987: 42). Er is een tweetal gronden waarop deze divergentie is gebaseerd: moreel toeval en nadelige selectie. Met moreel toeval wordt die situatie bedoeld waarbij getroffen maatregelen een averechts effect sorteren.<sup>185</sup> In de situatie tussen twee partijen is er van moreel toeval sprake indien bij de agent niet zijn geleverde prestatie de basis voor de beloning vormt, maar een indicator voor die bijdrage wordt gehanteerd (zie § 5.1.2 voor de prestatie-indicatoren bij een *street-level bureaucrat*). Denk hierbij aan het behalen van een bepaalde omzet per cliënt of het transformeren van de beleggingen in kleine portefeuilles van individuele aandelen naar beleggingsfondsen. Nadelige selectie is non-coöperatief gedrag dat ontstaat indien de agent beter over het productieproces is geïnformeerd dan de principaal.

Er staan de principaal drie maatregelen ter beschikking teneinde de divergentie tussen zijn nagestreefde doelmatigheid en de allocatie door het niet-coöperatieve gedrag van de agent te verkleinen. Het verkleinen van de divergentie brengt wel *agency*-kosten met zich mee. Ten eerste is het mogelijk dat de principaal financiële prikkels aan de activiteit verbindt voor de agent. Hierbij moet gedacht worden aan een financiële stimulans in een poging de divergentie te beperken en zo de doelmatigheid van de principaal alsnog te bereiken. Ten tweede is het mogelijk kosten voor het controleren van de activiteiten van de agent te maken, ook wel 'monitoring' genoemd.<sup>186</sup> Dit kan op vele manieren, zoals het bestuderen van data en het opleggen van beperkingen aan het handelen. Ten derde is er de mogelijkheid om zogenaamde 'bondingskosten' te maken. Hierbij moet gedacht worden aan een compensatiemodel in het geval de belangen van de principaal geschaad worden.<sup>187</sup> Een vierde middel voor de particuliere belegger om de divergentie te beperken is de macht over zijn per-

184 Zie het rapport: 'Incentive structures in institutional asset management and their implications for financial markets', Bank for International Settlements (BIS), maart 2003, pagina 18.

185 Zoals een verzekerde die zelfverzekerder is omdat hij verzekerd is en zich daardoor anders gaat gedragen. Hij wordt met betrekking tot zijn gezondheid wat nonchalanter daar hij weet dat een probleem toch door een verzekering gedekt is. Dit fenomeen wordt ook 'moreel risico' genoemd.

186 Zie over 'monitoring' ook Moe (1990: 133).

187 Jensen en Meckling (1976: 308) zeggen hierover: "To guarantee that he will not take certain actions which could harm the principal or to ensure that the principal will be compensated if he does take such actions."

## II Het beleggingsadvies, de beleggingsadviseur en de financiële instelling

soonlijke (financiële) informatie. Dit middel staat door de regelgeving (het 'Ken Uw Cliënt'-beginsel) onder druk. Weliswaar kan de particuliere belegger niet worden gedwongen informatie te verstrekken, de financiële instelling zal nadrukkelijk stellen dat met (te) beperkte informatie de belangen van de belegger slecht gediend kunnen worden en dat zij gedwongen wordt door de toezichthouder deze informatie te vergaren, zodat zij gehouden kan zijn de dienstverlening te staken of beperken als haar cliënt geen informatie verstrekt. Deze informatie is voor de agent bovendien belangrijk, omdat die hem commercieel interessante aanknopingspunten kan opleveren voor zijn dienstverlening (zie ook Noordegraaf-Eelens, 2004: 94).

De beleggingsadviseur, die als agent optreedt in de relatie met een particuliere belegger, kent een inspanningsverplichting en geen resultaatsverplichting bij het uitvoeren van zijn werkzaamheden (zie ook conclusies hoofdstuk 15). Hiermee is de methodiek om divergentie te beperken, *monitoring*, een praktisch onuitvoerbaar methodiek. De particuliere belegger als principaal beschikt over onvoldoende specialistische kennis om te beoordelen of de geleverde bijdrage aan het beleggingsproces de meest aangewezen *input* is, dan wel of de gekozen samenstelling van het beleggingsproces optimaal is. Eveneens is het voor de principaal uitermate complex de voorgestelde transacties en de motivering hiertoe te doorgronden. Wordt 'monitoren' beschouwd als het controleren van het juist uitvoeren van orders, dan is het slechts een beperkt onderdeel van het behartigen van diens belangen. De principaal 'huurt' als het ware de kennis, de ervaring en de middelen van de agent in, in een poging zijn doelstellingen te realiseren. Met andere woorden: hij 'huurt' de agent (de beleggingsadviseur) in om voor hem de ondernemingen waarin hij wil beleggen, te monitoren. Ook kan de particuliere belegger als principaal maar beperkt financiële stimuli inzetten. Deze staan de werkgever (de financiële instelling) van de beleggingsadviseurs wel ter beschikking. Hier ontstaat een andere situatie: de werkgever kan beschouwd worden als de principaal en is opdrachtgever van de werknemer, die als agent kan worden beschouwd. Met behulp van deze stimuli kan de principaal in een rationele omgeving de agent direct sturen op resultaat. De werkgever heeft de technische middelen en kennis om dit te monitoren. Moet binnen deze rationele omgeving de particuliere belegger als lijdend subject gezien worden? Hij beschikt immers niet over de middelen om het beleggingsproces in zijn voordeel te sturen. Dit is niet geheel het geval. De methodiek van 'bonding' staat hem wel degelijk ter beschikking. Resulteert het beleggingsproces niet binnen een vastgestelde en acceptabele termijn in voordeel, dan staat hem de mogelijkheid om zijn kapitaal elders onder te brengen. Indien er aantoonbare schade is geleden, is dit te ver-

halen op de agent<sup>188</sup> via een procedure bij de Klachtencommissie DSI of burgerlijke rechter. Concurrentie, waarbij de toegang tot de markt eenvoudig is, zou volgens Williamson (1964: 2) zorgen voor een economisch natuurlijke selectie, hetgeen zou leiden tot winstmaximalisatie van de principaal. Het is echter de vraag of dit van toepassing is op de beleggingsadvisering. De dienstverlening van de beleggingsadviseur lijkt in eerste aanzet relatief homogeen. De praktijk leert evenwel dat de variëteit aan toegepaste methodieken en verschijningsvormen zorgt voor een welhaast ondoorzichtige diversiteit. Daarbij lijkt de particuliere belegger merktrouw te zijn als het gaat om zijn bankier, hetgeen kan voortkomen uit een emotionele binding met het bankmerk of zijn adviseur, of gebaseerd is op gemakzucht (zie § 3.3.3).

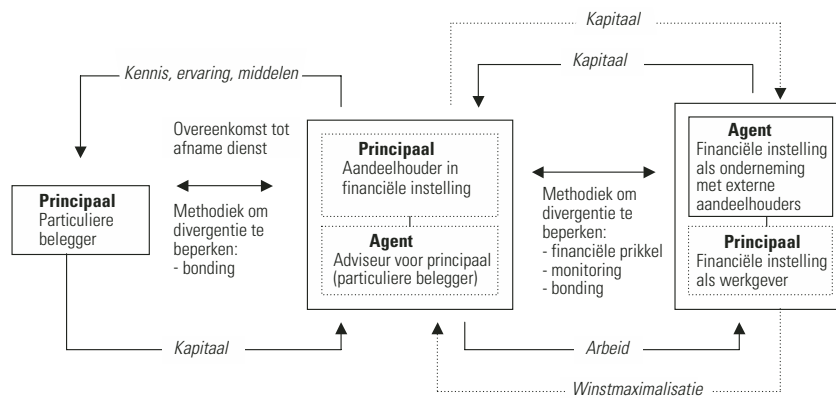
Binnen de dagelijkse interactie tussen de particuliere belegger en een medewerker van een financiële instelling is op relevante onderdelen het *agent*-vraagstuk herkenbaar. Daarbij is reeds vastgesteld dat de asymmetrie een dominante rol speelt in deze relatie en de particuliere belegger assistentie zoekt binnen het immens brede scala van beleggingsmogelijkheden om zijn doelstellingen te realiseren. Als principaal zoekt hij hiertoe een agent. Vraag is of het te verzekeren is dat medewerkers van financiële instellingen die het kapitaal van de particuliere belegger beleggen, ook daadwerkelijk in het belang van de principaal handelen. Zowel theoretisch als praktisch lopen de doelstellingen van beide partijen niet volledig synchroon. Als goed huisvader van zijn kapitaal zoekt de rationele principaal naar een aanvaardbaar optimum binnen de rendement/risicoratio. Daarentegen zal de agent het behouden van zijn dienstbetrekking teneinde zijn private doelstellingen te kunnen realiseren, als doel zien. Binnen deze dienstbetrekking zullen een verbetering van carrière en verhoging van de financiële compensatie eveneens een doelstelling vormen. In veel gevallen is dit doel direct verbonden met het noodzakelijk behalen van economische doelstellingen. De economische doelstellingen van de agent (de beleggingsadviseur als opdrachtnemer) vertonen hiermee een ander patroon dan de economische doelstellingen van de principaal (de particuliere belegger als opdrachtgever) en worden gekenmerkt door een direct conflict en lijken zelfs elkaars opponent. Door medewerkers aandeelhouder te maken wordt gepoogd hen minder aanspraak te laten maken op emolumenten en kan de financiële instelling de medewerkers aan zich binden voor een langere periode. Hierbij worden direct materiële beloningstechnieken, zoals aandelenoptieregelingen en aandelen, ingezet. Het *agent*-vraagstuk tussen

188 Op de werkgever van de agent in dit geval.

## II Het beleggingsadvies, de beleggingsadviseur en de financiële instelling

de particuliere belegger, de beleggingsadviseur en de financiële instelling krijgt hiermee een additionele dimensie. Door deze aandelenregelingen krijgt de beleggingsadviseur als werknemer financiële claims op de instelling, waarbij de agent ook kenmerken van principaal krijgt en zo eveneens gericht is op winst-maximalisatie.

In de onderstaande figuur is de complexiteit van de medewerker als principaal (aandeelhouder) en als de agent (beleggingsadviseur) weergegeven, in relatie tot de particuliere belegger (principaal) en de financiële instelling (eveneens principaal, maar ook agent als onderneming met externe aandeelhouders).



Figuur 9: Het principal-agent-vraagstuk binnen de relatie tussen de particuliere belegger, de beleggingsadviseur en de financiële instelling

### 5.1.2 De street-level bureaucrat in vergelijking tot de beleggingsadviseur

Het met elkaar vergelijken van diverse beroepsgroepen brengt het probleem met zich mee dat de omstandigheden (waaronder culturele aspecten) moeilijk vergelijkbaar zijn. Desalniettemin is in deze paragraaf de *street-level bureaucrat* met de beleggingsadviseur vergeleken om aan te tonen dat de tegenstellingen die de beleggingsadviseur ontmoet tijdens zijn handelen, bij meerdere beroepsgroepen van toepassing zijn. Bij deze vergelijking wordt gebruik gemaakt van de kenmerken die Lipsky (1980: 13 e.v.) verbindt aan het dagelijks handelen van een *street-level bureaucrat* met een discretionaire bevoegdheid. Lipsky (1980: 3) presenteert en analyseert in zijn klassieke werk *Street-Level Bureaucracy* een type functionaris die de gemeenschap van dienst is bij het verwezenlijken en handhaven van wetten en regels die van toepassing zijn op het dagelijks handelen. Politieagenten,

reclasseringsambtenaren, docenten en sociaal werkers kunnen als *street-level bureaucrats* beschouwd worden. Deze medewerkers, doorgaans werkzaam bij grote bureaucratische instellingen, staan voortdurend in contact met burgers, die hier gemakshalve 'cliënten' worden genoemd. Kenmerkend voor deze functionarissen is dat zij over een discretionaire bevoegdheid beschikken om in bepaalde omstandigheden over de situatie van de betreffende cliënt te beslissen. *Street-level bureaucrats* hebben in de dagelijkse operationaliteit te maken met de onverenigbare cliëntoriëntatie aan de ene kant en de haalbare en efficiënte doelen aan de andere zijde opgelegd door management. Een goed voorbeeld hiervan is de politieagent die op een bepaald moment zich vanuit de overheid moet richten op een project om het verhandelen van drugs te voorkomen, terwijl een cliënt op dat moment behoefte heeft aan het opsporen van een inbreker. Doordat vanuit de overheid andere prioriteiten worden opgelegd aan het handelen van deze *street-level bureaucrat*, kan deze onvoldoende aandacht geven aan de inbraak. *Street-level bureaucrats* houden zich bezig met het reproduceren van heersende relaties tussen individuen en overheidsinstanties. Enerzijds worden de *street-level bureaucrats* geacht minzame en passieve poortwachters te zijn van de belangen van de bureaucratie, aan de andere zijde worden zij eveneens geacht hun kennis, ervaring en positie in te zetten om de belangen van de cliënt te waarborgen. Zo kent het werken in een *street-level* situatie een aantal typische kenmerken: de noodzaak tot handelend optreden van de functionaris, de plicht tot verantwoorden en de conflicterende beperkingen.

Bij de directe interactie met burgers beschikken de *street-level bureaucrats* over een substantiële discretionaire bevoegdheid in het uitvoeren van hun werk en zo over een relatieve vrijheid van handelen. Een direct toezicht door de overheid ontbreekt vaak. De *street-level bureaucrat* beschouwt deze autonomie als een professioneel recht en de leidinggevende accepteert dit doorgaans. Binnen de relatie tussen een *street-level bureaucrat* en een cliënt is er sprake van een asymmetrie, hetgeen tot uiting komt in een eenzijdige afhankelijkheid van de cliënt. Daarbij wordt de relatie voor een groot gedeelte gedomineerd door de prioriteiten en preferenties van de *street-level bureaucrat*. Er lijkt weinig overeenstemming binnen deze relatie, waarbij er zelfs een intrinsiek conflict kan bestaan tussen de doelstellingen binnen de relatie, dat zo de relatie aanzienlijk in onbalans brengt. Reciprociteit – een gegeven dat in de gemiddelde relatie is terug te vinden – lijkt mede door de limitatieve alternatieven die de cliënt heeft binnen deze relatie, beperkt. Zodoende is de cliënt bereid om relatief hoge kosten te maken teneinde het interactieproces te beïnvloeden. Deze kosten kunnen bestaan uit passiviteit en berusting in het (langdurige) proces, het tonen van empathie met de

## II Het beleggingsadvies, de beleggingsadviseur en de financiële instelling

omstandigheden waarin de *street-level bureaucrat* opereert of zelfs nederigheid voor de eigen omstandigheden.

Ondanks de discretionaire bevoegdheden heeft de *street-level bureaucrat* te maken met beperkingen binnen zijn handelingsvrijheid. Beperkingen van morele, juridische of praktische aard. Deze beperkingen kunnen zodanig zijn dat er een conflict optreedt tussen diverse doelen. Een dergelijk conflict vindt meestal plaats in gevallen waarbij een concrete invulling van de regels moet plaatsvinden, de feiten aan de voorwaarden moeten worden getoetst en een juridisch ingekleurd moreel oordeel moet worden geveld, waaronder invulling van het wettelijke begrip 'redelijk'. Binnen deze beperkingen van het handelen van de *street-level bureaucrat* is Lipsky (1980: 40-48) van mening dat de *street-level bureaucrat* het helpen van mensen niet kan combineren met het doel van de bureaucratie om cliënten te beoordelen en te controleren. Het behartigen van belangen van cliënten is niet in overeenstemming met het beheersen van de relatie. *Street-level bureaucrats* worden hierbij in hun werk getemperd door psychologische omstandigheden en taakopvattingen die hen zijn opgelegd. De *street-level bureaucrat* is in veel situaties zowel rechter als belangenbehartiger op hetzelfde moment. Deze beperkingen leiden tot rolconflicten. In dit verband zullen er drie besproken worden. Allereerst kan het verdedigen van belangen alleen gedaan worden voor beperkte entiteiten, of dit nu individuen zijn of beperkte collectieven. Daarbij moet er afdoende ruimte zijn voor de *street-level bureaucrat* om aandacht aan de cliënt te besteden. Door een tekort aan middelen zoekt de *street-level bureaucrat* uitvluchten om alsnog aan de behoeften van de cliënt te voldoen, waarbij de bureaucratie een gelijke behandeling van alle cliënten tracht na te streven om zo claims voor ongelijke behandeling te voorkomen. Enerzijds stelt de bureaucratie dat alle middelen begrensd zijn, terwijl anderzijds de *street-level bureaucrat* verkondigt dat de middelen onbegrensd zijn. Met andere woorden: hun handelen op microniveau is niet in overeenstemming met de macrodoelstellingen van de organisatie. Cliënt-georiënteerde doelen kunnen dus conflicteren met de organisatiedoelen, zoals het conflict dat de *street-level bureaucrat* aandacht wil schenken aan de cliënt, terwijl de organisatie een snelle afhandeling wenst.

De autonome wijze van handelen van de *street-level bureaucrat* wordt gedeeltelijk gefaciliteerd door de wijze waarop de bureaucratieën worden beoordeeld. De opbrengst bij bureaucratieën bestaat uit geleverde diensten of geldigheid van discretionaire beslissingen in specifieke omstandigheden. Binnen een gemeenschap is er echter zelden overeenstemming over het doel van bijvoorbeeld *street-level bureaucrats* zoals de politie of het onderwijs. Zo kunnen de prioriteiten van indi-

viduele burgers of groepen afwijken van die van de gemeenschap. Daarbij komt dat het beoordelen van de prestatie van een *street-level bureaucrat* bemoeilijkt wordt door de vele variabelen die meegewogen moeten worden om tot een evenwichtige beoordeling te kunnen komen. Het is immers niet vast te stellen wat de opbrengst zou zijn geweest indien de *street-level bureaucrat* niet had gepresteerd in een bepaalde situatie. Denk hierbij aan de situatie waarbij een ambulance een man met een hartaanval te hulp schiet. Wat was er van de man geworden zonder deze hulp? Had hij een taxi kunnen nemen en zich naar het ziekenhuis laten rijden? Of wellicht zouden de omstanders dit gedaan hebben? Zou de hulp dan te laat zijn geweest? Volgens Lipsky (1980: 52) worden er allerlei (surrogaat) ratio's ingevoerd om zichzelf te beoordelen. Ratio's, oftewel meetstandaarden, beïnvloeden het gedrag van de *street-level bureaucrat*. In dit verband is het onderzoek naar medewerkers van arbeidsbureaus noemenswaardig (zie: Blau, Scott, 1963: 178-180). Zodra de arbeidsbureaus hun medewerkers ging beoordelen op de meetstandaard 'plaatsingsratio's', veranderde het gedrag van deze medewerkers. Moeilijk plaatsbare cliënten werden achtergesteld ten opzichte van eenvoudig plaatsbare cliënten teneinde de eigen doelstellingen te behalen. Illustratief voor de algemene regel in organisaties is dat het gedrag van medewerkers zich aanpast aan de wijze waarop de organisatie haar medewerkers beoordeelt.

### **Functietypische (mis)match tussen de beleggingsadviseur en de street-level bureaucrat**

De condities waaronder de *street-level bureaucrat* en de beleggingsadviseur opereren, zijn echter niet volstrekt homogeen. Omstandigheden op zowel brancheniveau als individueel niveau zorgen ervoor dat bepaalde condities wel of niet van toepassing zijn. De verschillende condities van zowel de *street-level bureaucrats* als de beleggingsadviseurs worden hieronder beschreven en als uitgangspunt genomen in een kritische beschouwing van de condities waaronder de beleggingsadviseur werkzaam is.

Lipsky (1980) is van mening dat *street-level* diensten door mensen ten behoeve van mensen geleverd worden, hetgeen een zekere menselijke interactie veronderstelt waarbij zorg en verantwoordelijkheid centraal staan. Deze dienst wordt verstrekt via een bureaucratie, waarbij gelijke behandeling van de cliënten centraal staat, echter met beperkte beschikbare middelen. Dit maakt zorg en verantwoordelijkheid conditioneel. Deze contradictie is eveneens van toepassing op de beleggingsadviseur die enerzijds zijn zorg en verantwoordelijkheid heeft voor zijn cliënten, anderzijds de conditie van winstgevendheid dient te behartigen, waarbij zowel het geldelijke gewin van de financiële instelling als van hemzelf in min of meerdere mate centraal staat. Deze zorg en verantwoordelijkheid kennen

## II Het beleggingsadvies, de beleggingsadviseur en de financiële instelling

niet hun oorsprong in een sociaal motief, maar in een financieel-economisch motief. De beleggingsadviseur zal zich realiseren dat er een sterke contradictie bestaat tussen doel(stelling) van de dienst en zijn capaciteit, waarbij hij zich zal trachten te wapenen voor de implicaties die ontstaan door de lacune tussen verwachtingen en realisatie. Op zichzelf is het niet vreemd dat de beleggingsadviseur deze lacune ervaart. Niet alleen blijkt het resultaat van zijn product niet of nauwelijks te prediceren (zie § 3.4.1), ook zijn cliënt als subject is dat niet. Hierdoor heeft hij een aantal onvoorspelbare factoren binnen een proces die niet of nagenoeg niet controleerbaar zijn. Worden deze aspecten afgezet tegen de taak van beleggingsadviseur, dan wordt snel de eerder genoemde contradictie ervaren. Ondanks de wetenschap van deze contradictie houden vele financiële instellingen hier in hun uitingen nauwelijks rekening mee. In hun campagnes stellen financiële instellingen dat zij persoonlijk contact onderhouden met hun bestaande cliënten, terwijl deze middelen lang niet altijd beschikbaar zijn. Ook tijdens het kennismakingsgesprek met potentiële cliënten zullen weinig beleggingsadviseurs stellen dat zij het te druk hebben met hun bestaande cliënten om aan de door de instelling geschetste verwachtingen te kunnen voldoen. Noch zal de beleggingsadviseur stellen dat er sprake is van een lacune tussen datgene wat de cliënt voorgehouden wordt als minimale servicegraad en wat in de praktijk realiseerbaar is.

In de praktijk blijken de implicaties van deze lacune. Evenals de *street-level bureaucrat* wordt de beleggingsadviseur een aantal cliënten toegewezen van wie een aantal actief is en een aantal minder of volledig niet-actief. Wordt bij de *street-level bureaucrat* de sociale urgentie een cliënt als actief te beschouwen als maatstaf genomen, bij de beleggingsadviseur zullen hiertoe andere criteria ten grondslag liggen. Zo zullen commerciële overwegingen, zoals behaalde provisie en belegbaar vermogen, belangrijk zijn. Ook de mate van assertiviteit van de zijde van de cliënt kan een rol spelen. Het verstrekken of achterhouden van informatie is daarnaast een methode om diensten te reduceren. De beleggingsadviseur kan zich hiertegen wapenen door te trachten te werken in routines, het plaatsen van zijn relaties in stereotyperingen en andere mechanismen om zo het doel van zijn werk te bereiken.<sup>189</sup> Daarbij zou de beleggingsadviseur, evenals de *street-level bureaucrat*, cliëntdifferentiaties kunnen doorvoeren teneinde de hoogste efficiëntie te behalen. Als het gaat om gelijkheid van behandelen, bestaat er een discrepantie tussen datgene wat theoretisch wenselijk is, en wat er in de prak-

<sup>189</sup> Dat dit niet wenselijk is, blijkt in § 14.1.



tijk kan worden waargemaakt. Aangezien de beleggingsadviseur over een aantal discretionaire bevoegdheden beschikt, maar met een beperkte werkcapaciteit van doen heeft, dient de werkdruk in banen geleid te worden. Cliëntdifferentiatie kan een waardevol middel zijn om *biases* van de beleggingsadviseurs op te sporen en het mogelijk te maken voor het management van een financiële instelling om hierop te sturen. Tot op zekere hoogte gebeurt dit (min of meer gedwongen) al. Cliënten met een beperkt belegbaar vermogen worden vaak naar beleggingsfondsen verwezen (zie § 4.4.1). Cliëntdifferentiatie hoeft echter niet direct afbreuk te doen aan de kwaliteit van de dienstverlening. Althans als deze kwaliteit in dit verband wordt gedefinieerd als een statistisch afdoende gespreide effectenportefeuille. Wordt aandacht, proactief ingrijpen bij veranderingen in de persoonlijke financiële situatie, als een kwaliteitsaspect van dienstverlening gezien, dan zal dit een cliënt met een kleiner belegbaar vermogen die relatief anoniem in beleggingsfondsen belegt, vaak niet aangeboden worden. Door deze cliëntdifferentiatie wordt persoonlijk, individueel beleggingsadvies beperkt en zelfs gequoteerd teneinde het cliëntproces te beheersen. Vanuit de financiële instellingen is er de reden van het beheersen van cliëntgedrag, het reduceren van onzekerheden en beperken van de werkdruk in een poging de consequenties van het handelen binnen de routinematige praktijken te beheersen. Zo zal door het aanbieden van een gestandaardiseerd product, zoals beleggingsfondsen, een maximalisatie gesteld worden ten aanzien van de service die de financiële instelling bij die dienst kan aanbieden.

Willen zij hun taak kunnen volbrengen, dan dienen *street-level bureaucrats* methoden te bedenken om vraag en aanbod zo goed mogelijk op elkaar af te stemmen. Vaak wordt dit gerealiseerd door het standaardiseren van handelingen, het vastleggen in procedures, het aanpassen van doelstellingen, het limiteren van diensten, het vaststellen van prioriteiten en het beheersen en limiteren van cliënten. Dit alles vindt plaats in een poging de relatie te beheersbaar te houden. Lipsky (1980: 120-124) noemt een aantal methoden die de *street-level bureaucrat* ter beschikking staan. Zo is er de mogelijkheid om cliënten te belonen of te straffen. De wet- en regelgeving geeft hiertoe een aantal handvatten, maar er zijn ook officiële mogelijkheden. Denk in dit verband aan een aanvraag voor een werkloosheidsuitkering die per ongeluk onderop de stapel af te handelen aanvragen terecht kan komen. Of telefonische vragen die niet adequaat opgevolgd worden. Aan de andere kant zijn er ook mogelijkheden om cliënten te bevoordelen. Wat te denken van een politieagent die een automobilist met een excuus niet verbaliseert voor het niet dragen van een autogordel. Binnen de relatie tussen de particuliere belegger en de beleggingsadviseur lijken de rollen omgedraaid. De par-

## II Het beleggingsadvies, de beleggingsadviseur en de financiële instelling

particuliere belegger heeft een beperkt aantal sancties tot zijn beschikking die een cliënt van een *street-level bureaucrat* niet tot zijn beschikking heeft. Zo kan de particuliere belegger de beleggingsadviseur materieel en immaterieel belonen, hetgeen kan variëren van een compliment tot het doen van meer effectentransacties of het overboeken van vermogen van de ene financiële instelling naar de andere. Ook de beleggingsadviseur is niet volledig machteloos in de relatie. De beleggingsadviseur kan goed gedrag belonen met het verstrekken van kortingen of bepaalde informatie. Slecht gedrag kan bestraft worden met het bewust niet waarschuwen voor potentiële beleggingsschade. De vraag of dit laakbaar is, is dan een vervolgvraag. Een andere methode is de mogelijkheid de context van de relatie te beïnvloeden. Zo kunnen de frequentie of de omstandigheden waaronder de gesprekken plaatsvinden, worden beïnvloed. De *street-level bureaucrat* zorgt hiermee dat de cliënt een beperkt aantal reactiemogelijkheden tot zijn beschikking heeft, die op hun beurt weer passen in de context van de beoogde handelwijze van de *street-level bureaucrat*. Met andere woorden: de *street-level bureaucrat* voert de regie over de relatie. Op deze wijze wordt het opstandige, niet-coöperatieve of zelfs vijandige cliënten onmogelijk gemaakt dergelijk gedrag te vertonen. Bij de relatie tussen een beleggingsadviseur en een particuliere belegger wordt de structuur van het gesprek gedomineerd door het te voeren cliënten- en/of risicoprofiel. Hiermee voert de beleggingsadviseur nog maar beperkt de regie over het gesprek. Het staat de particuliere belegger vrij om zelfstandig een wending te geven aan zijn beleggingen. Het nastreven van beleggingen binnen de cliëntenprofielen en de hiermee vaak samengaande risicoprofielen moet gezien worden als een schijnregie, de feitelijke regie ligt in handen van de particuliere belegger.

Beleggingsadviseurs zouden evenals de *street-level bureaucrats* de neiging kunnen hebben te vervreemden van hun cliëntbelangen. Dit kan verklaard worden doordat beleggingsadviseurs doorgaans slechts op segmenten van het gehele dienstenconcept van de financiële instelling werken. Daarbij hebben zij geen directe invloed op de uitkomst, daar deze afhankelijk is van anderen of van factoren die niet direct te beïnvloeden zijn. Niet alleen heeft de beleggingsadviseur geen of beperkte invloed op de resultaten van het handelen op de financiële markten, dit geldt eveneens voor de resultaten van de werkzaamheden van de administratieve medewerkers, de toeleveranciers etc. *Street-level bureaucrats* en beleggingsadviseurs hebben in deze onzekerheid te maken met een continue aanwas van verantwoordelijkheden aangezet door nieuwe regelgeving. Het is denkbaar dat binnen deze oriëntatie regels anders worden geïnterpreteerd. Als het ware wordt deze interpretatie bij de financiële instelling gemodificeerd door de cliëntoriën-

tatie. Een instelling die zich richt op cliënten met een gemiddeld inkomen, zal andere beleggingstechnische, fiscale en juridische vraagstukken ontmoeten dan een instelling die zich alleen richt op de zeer welgestelden. Geeft dit een voldoende argumentatie om regels verschillend te duiden? In beginsel niet. Echter, binnen verschillende strategieën waarvan de oriëntatie onderdeel uitmaakt, kunnen dusdanige keuzen gemaakt worden dat deze regels een complicerende factor worden. Zo zullen instellingen die ervoor kiezen laagdrempelige diensten aan te bieden, zich moeten realiseren dat regelgeving voor een toenemende complexiteit van de eigen verantwoordelijkheden kan zorgen. Denk hierbij aan de situatie waarbij een financiële instelling een particuliere belegger de mogelijkheid biedt om te beleggen via zowel een beleggingsadviseur als via *execution-only*. De verantwoordelijkheden van de beleggingsadviseur kunnen binnen een dergelijk concept complexer worden dan bij alleen beleggingsadvies of *execution-only*. Daarnaast zou kunnen worden aangevoerd dat de beleggingsadviseur zijn werkzaamheden sterk juridisch standaardiseert teneinde aan de toenemende juridische eisen van de zorgplicht te kunnen voldoen (zie § 14.1.2).

### 5.1.3 De tegenstelling in het handelen van de beleggingsadviseur

De rol van een beleggingsadviseur kent enkele tegenstellingen. Zo wordt van de beleggingsadviseur verwacht dat hij een adequate inschatting maakt van de ervaring en kennis van de particuliere belegger. Bij het handelen zal deze kennis over de particuliere belegger moeten worden ingezet in die gevallen waarin er een actieve waarschuwing moet uitgaan naar de cliënt, indien deze, naar het inzicht van de beleggingsadviseur, onverantwoorde financiële en/of beleggingsrisico's dreigt te nemen. Als het ware is de beleggingsadviseur een hoeder en zelfs van tijd tot tijd een leraar. Dient deze opstelling van de beleggingsadviseur als hulpmiddel om de cliënt van zelfreflectie te dienen, opdat deze op eigen kracht door kan gaan? Dit lijkt noch in het belang van de beleggingsadviseur, noch in het belang van diens werkgever. Hier ontstaat dan ook een tegenstelling in het handelen van de beleggingsadviseur. Op dit punt gaat bijvoorbeeld een vergelijking met de relatie tussen een huisarts en patiënt mank. Een huisarts geeft het advies nu echt te stoppen met roken, omdat de gezondheid serieus in gevaar kan komen. De patiënt gebruikt de kennis en kunde van de huisarts als hulpmiddel om zijn eigen gezondheidssituatie te reflecteren aan die van een nader te bepalen referentiegroep. Na deze reflectie zal de patiënt zelf maatregelen moeten nemen om daadwerkelijk te stoppen met roken. Het is niet direct in het belang van de huisarts om de patiënt met hetzelfde probleem terug te zien. Zo zal de patiënt inzien dat stoppen met roken sterk zal afhangen van zijn wilskracht. Doorgaan met het roken hóeft geen negatieve consequentie te hebben, maar

## II Het beleggingsadvies, de beleggingsadviseur en de financiële instelling

wetenschappelijk is aangetoond dat roken serieuze consequenties kan hebben voor de gezondheid. Het niet opvolgen van het doktersadvies staat in tegenstelling tot het niet opvolgen van een beleggingsadvies; dat hóeft geen enkele negatieve consequentie te hebben voor de financiële positie van de particuliere belegger. Een eenduidige, wetenschappelijke benadering ontbreekt. Ook is het aantal patiënten per huisarts vaak dusdanig hoog dat er geen noodzaak is tot het stellen van economische doelstellingen per patiënt. Tot slot zijn de alternatieven voor een patiënt uitermate gelimiteerd. Natuurlijk kan hij naar een andere huisarts gaan, maar de alternatieven zijn beperkt. Waar wijkt deze relatie nu af van de relatie tussen de beleggingsadviseur en de particuliere belegger? Op de diensten van de beleggingsadviseur rust op geen enkele wijze een monopolie. Een (huis)arts mag als enige bepaalde medicijnen voorschrijven. Dit is een eenzijdige afhankelijkheid die wettelijk verankerd is. De alternatieven die een patiënt heeft, zijn dus gelimiteerd. De beleggingsadviseur is wél gebaat bij een particuliere belegger die afhankelijk is van de diensten van de beleggingsadviseur. En deze afhankelijkheid is tot op zekere hoogte wederzijds. De toegankelijkheid tot beleggingsinformatie is weliswaar groot, de asymmetrie lijkt er nauwelijks door te zijn afgenomen (zie § 3.3.1). Nu is medische informatie, met name door de komst van het internet, eveneens breed verkrijgbaar. De interpretatie hiervan is echter wel op wetenschappelijk onderzoek gebaseerd. Daarnaast heeft de particuliere belegger aanmerkelijk meer keuzen dan een patiënt (zie ook Jensen, Meckling, 1976: 330). Denk aan *execution-only* beleggingsdiensten, beleggingsfondsen, vermogensbeheer, beleggingsadvies etc.

Terug naar de tegenstelling in het handelen van de beleggingsadviseur. Enerzijds dient hij dus een zekere distantie en objectiviteit te vertonen, anderzijds heeft hij te maken met het behalen van zijn economische doelstellingen. Het vertrouwen van een particuliere belegger in een adviseur beweegt zich tussen het vertrouwen in een autoverkoper en een huisarts. Daarbij dient het onderscheid tussen het vertrouwen in de persoon gescheiden te worden van de zorgplicht die op hem (beroepsmatig) rust. De beleggingsadviseur dient de kwaliteiten te hebben van zowel een autoverkoper, hij dient immers 'de waar aan de man te brengen', als van een huisarts die 'de juiste medicijnen' voorschrijft zonder dat dit a priori in zijn eigen voordeel is. Hiervoor zal de beleggingsadviseur moeten zorgen dat hij cliënten aan zich bindt door continu een impuls aan de relatie te geven. Asymmetrie speelt hierbij een belangrijke rol. De particuliere belegger 'te wijs maken' zal de beleggingsadviseur in het bereiken van zijn eigen doelstellingen kunnen schaden. Gaat de particuliere belegger door teveel educatie zelfstandig beleggen via *execution-only* kanalen, dan mist de beleggingsadviseur inkomsten

die op zijn conto zouden worden geschreven. Hij zal dus een balans moeten vinden in het informeren en waarschuwen van de cliënt door een zekere distantie te handhaven, zonder hierbij de afhankelijkheid van de particuliere belegger te schaden. Aangezien de beïnvloeding van de cliënt om regelmatig terug te keren naar de beleggingsadviseur een relevant bestanddeel is van het zakelijk voortbestaan van de beleggingsadviseur, zal moeten worden gepoogd de relatie asymmetrisch te laten verlopen. Daarnaast is er een zekere mate van objectiviteit die van een goed adviseur zou mogen worden verwacht. Hierbij wordt bewust gesproken van 'zekere mate' aangezien het een utopische veronderstelling is dat een adviseur van bank X bij gelijkwaardigheid of homogeniteit in de kenmerken van een product niet de voorkeur uitspreekt voor zijn eigen producten. Het is de vraag of een volledige objectiviteit van een beleggingsadviseur verlangd mag worden. Bij gelijkwaardigheid zou dit ook niet nodig hoeven te zijn en zelfs niets toevoegen. Deze gelijkwaardigheid bestaat echter alleen bij *execution-only* waar men ziet dat een van de belangrijkste marketinginstrumenten de transactieprijs is. De interne bedrijfseconomische druk om eigen producten te verkopen neemt echter bij enkele instellingen dermate toe (zie § 11.2.2) dat getwijfeld mag worden of er alleen bij gelijkwaardige producten voor 'het eigen merk' wordt gekozen.

Ook kan de eerder genoemde objectiviteit in het geding komen, zodra een belangrijke cliënt een langdurige relatie aangaat met een beleggingsadviseur. Deze beleggingsadviseur kan moeite hebben beslissingen te nemen die in het nadeel zijn van deze relatie. Daarentegen kan de positie van de financiële instelling ten opzichte van de particuliere belegger te sterk worden. Juist doordat de meest gevoelige informatie onder de financiële instelling is, kan dit in specifieke gevallen leiden tot onwenselijke bevoor- of benadeling. Zeker indien de financiële instelling een bevoorrechte positie heeft ten opzichte van de particuliere belegger. De mogelijkheid om zo gevangen te raken in de relatie is dan groot (Boot, 2000: 17). Dit kan een reden zijn om meerdere bankrelaties aan te houden.<sup>190</sup>

De relatie tussen een beleggingsadviseur en een particuliere belegger bestaat uit een aantal moeilijk verenigbare doelstellingen. Desalniettemin maken veel particuliere beleggers gebruik van de diensten van de beleggingsadviseur (zie § 2.2.2). Klaarblijkelijk zijn de moeilijk verenigbare doelstellingen niet onover-

<sup>190</sup> Het aanhouden van meerdere bankrelaties door ondernemingen voorkomt weliswaar dat er obstipatie optreedt in de relatie, maar kan nadelig zijn voor de totale beschikbaarheid van een krediet (zie o.a. Ongena en Smith, 2000: 27). In hoeverre dit eveneens van toepassing is op particuliere beleggers in hun relatie met financiële instellingen, is uit de onderzochte literatuur niet bekend geworden.

## II Het beleggingsadvies, de beleggingsadviseur en de financiële instelling

komelijk in de relatie of worden deze voldoende gecompenseerd. Om inzicht te krijgen in de functie die de beleggingsadviseur vervult in de relatie met de particuliere belegger, zijn vier rolmodellen gedefinieerd van de beleggingsadviseur. In het volgende hoofdstuk worden deze rollen gepresenteerd en getoetst aan drie actoren in het beleggingsadviesproces: de particuliere beleggers, de beleggingsadviseurs en de directieleden.

### 5.2 Toetsing van de beleggingsadviseur aan het Vier Rollenmodel

#### 5.2.1 Introductie tot de vier rollen

De vier gedefinieerde rollen van de beleggingsadviseur zijn als het ware vier stereotyperingen welke van toepassing zijn op de beleggingsadviseur, te weten: de koopjesjager, de risicoanalyticus, de persoonlijk adviseur en de vertrouwenspersoon. Het is zeer wel mogelijk dat een beleggingsadviseur zich in de praktijk niet beperkt tot één rol, maar meerdere rollen in zijn functie combineert. Toch zullen in de praktijk hooguit een of twee rollen de boventoon voeren tijdens het handelen. In onderstaande tabel is weergegeven welke invloed een bepaalde rol heeft op de relatie met de particuliere belegger. Deze invloed kan laag, gemiddeld, relatief hoog of hoog zijn. De invloed is getoetst aan vijf criteria: de mate van afhankelijkheid van de particuliere belegger van de beleggingsadviseur, de vertrouwdsheid die de particuliere belegger moet hebben in het handelen van de adviseur, de intensiviteit van de zorgplicht die van toepassing is op de relatie, de kennis en/of ervaring die de particuliere belegger zal moeten hebben in de relatie, en de mate waarin de particuliere belegger behaalde beleggingsresultaten kan meten.

	Afhankelijkheid	Vertrouwdsheid	Intensiviteit zorgplicht	Benodigde kennis/ervaring belegger	Inzichtelijkheid van resultaten
<b>Koopjesjager</b>	laag	gemiddeld	relatief hoog	relatief hoog	relatief hoog
<b>Risicoanalyticus</b>	gemiddeld	relatief hoog	gemiddeld	laag	laag
<b>Persoonlijk adviseur</b>	relatief hoog	relatief hoog	gemiddeld	laag	laag
<b>Vertrouwenspersoon</b>	hoog	hoog	gemiddeld	laag	laag

*Tabel 8: De invloed van de vier rollen op de relatie tussen de particuliere belegger en de beleggingsadviseur*

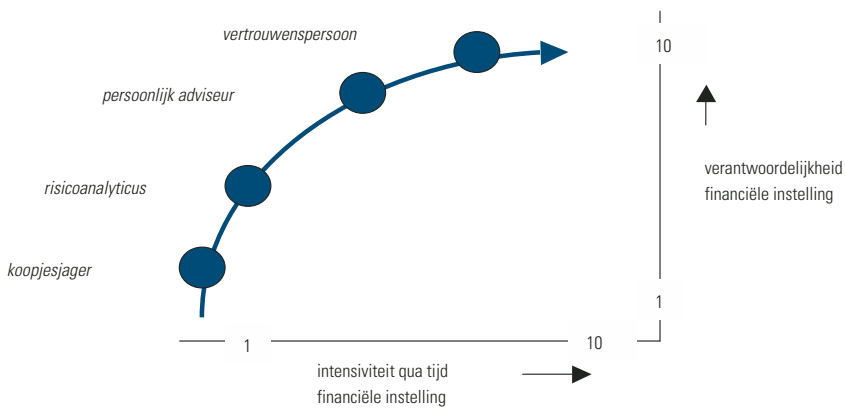
Bij de rol van de beleggingsadviseur als koopjesjager is de afhankelijkheid van de particuliere belegger ten aanzien van de diensten van de beleggingsadviseur relatief laag. De particuliere belegger zal min of meer zelfstandig (willen) beslissen over de transacties. Daarnaast zal de particuliere belegger bij een koopjesjager als beleggingsadviseur een gemiddelde mate van vertrouwdsheid hoeven te hebben. De intensiviteit van de zorgplicht is echter relatief hoog. De beleggingsadviseur zal continu en actief moeten toetsen of de regelgeving ten aanzien van de zorgplicht nageleefd wordt. Tot slot is het voor de particuliere belegger redelijk inzichtelijk wat de resultaten zijn van de diensten van de koopjesjager.

Bij een risicoanalyticus als rolmodel voor de beleggingsadviseur zal deze zich waarschijnlijk anders opstellen naar de particuliere belegger. Zo is het belang van de inzichtelijkheid van de behaalde resultaten aanmerkelijk kleiner dan bij de rol van koopjesjager. Immers, hoe wordt bepaald of het analyseren van de risico's ook heeft geleid tot waardevermeerdering van de portefeuille? Bij deze rol begint de mate van vertrouwdsheid en afhankelijkheid toe te nemen in de relatie. Daarbij heeft de particuliere belegger aanmerkelijk minder kennis en/of ervaring nodig om zijn eigen belangen te behartigen. De zorgplicht, althans het actief naleven van de regelgeving, zal wat minder snel verzaakt worden door de beleggingsadviseur, daar er sprake is van een grotere mate van asymmetrie en afhankelijkheid van de particuliere belegger.

Met name in de laatste twee rollen, persoonlijk adviseur en vertrouwenspersoon, begint afhankelijkheid en vertrouwdsheid een belangrijke rol te spelen. Een rol die veel financiële instellingen zich graag aanmeten. De kennis en/of ervaring van de belegger hoeft niet groot te zijn. Echter, gezien de vertrouwdsheid en afhankelijkheid, is de direct toegevoegde waarde nauwelijks kwantitatief te meten. De zorgplicht van de beleggingsadviseur speelt uiteraard wel een rol, maar de regels zullen mogelijk minder strikt bewaakt hoeven te worden door de beleggingsadviseur. De particuliere belegger vaart immers grotendeels op zijn kompas.

In figuur 10 zijn de diverse rollen afgezet op de mate van verantwoordelijkheid van de financiële instelling en de intensiviteit van de relatie in termen van adviestijd. Zo is af te lezen dat een 'persoonlijk adviseur' en een 'vertrouwenspersoon' veel vergen van de verantwoordelijkheid van de instelling. Toch zal het de financiële instelling, gezien de asymmetrie in kennis en/of ervaring, minder tijd kosten de particuliere belegger te overtuigen. Anders is dit bij de rollen 'koopjesjager' en 'risicoanalyticus' die juist relatief veel tijd vergen van de financiële instelling. Op dit punt brengt de mindere mate van asymmetrie ook een mindere mate van verantwoordelijkheid met zich mee.

## II Het beleggingsadvies, de beleggingsadviseur en de financiële instelling



*Figuur 10: De vier rollen ten opzichte van verantwoordelijkheid van de instelling en tijdsintensiviteit*

### 5.2.2 Empirische toetsing aan het Vier Rollenmodel

Zowel bij de particuliere belegger, de beleggingsadviseur als bij de directieleden is bezien in hoeverre volgens hen het 'Vier Rollenmodel' op de beleggingsadviseur van toepassing is. De vier modellen zijn hen als volgt gepresenteerd:

- **Risicoanalyticus:** de beleggingsadviseur maakt een goede analyse van de risico's van de effectenportefeuille.
- **Persoonlijk adviseur:** de beleggingsadviseur kent de persoonlijke situatie van de cliënt goed en neemt dit mee in zijn advies.
- **Koopjesjager:** de beleggingsadviseur heeft een goed gevoel voor koopjes op de financiële markten en maakt zo meer winst dan de particuliere belegger zelf zou maken.
- **Vertrouwenspersoon:** de beleggingsadviseur behartigt de belangen van de particuliere belegger.

Bij zowel de particuliere beleggers, de beleggingsadviseurs als de directieleden is gevraagd in hoeverre zij van mening zijn dat een bepaalde rol van toepassing op hen is. Aan de directieleden is daarnaast gevraagd of zij een ander type adviseur zouden wensen in hun instelling.

#### 5.2.2.1 Het Vier Rollenmodel volgens de particuliere beleggers

In de telefonische enquête onder particuliere beleggers is gevraagd in hoeverre zij een van de vier gepresenteerde rollen van toepassing vinden op hun beleggingsadviseur. Van de particuliere beleggers stelt 79,4% dat zij hun beleggingsad-



viseur zien als een *risicoanalyticus*. Daarbij vertonen twee crossvariabelen een significantie: obligatiebeleggers (84,1%) percipiëren de beleggingsadviseur vaker als een risicoanalyticus dan aandelenbeleggers (74,5%). Tevens delen defensieve beleggers (84,9%) deze mening vaker dan middenspeculatieve (73,6%) en speculatieve beleggers (67,5%).

In een aanmerkelijk mindere mate (45,1%) stellen de particuliere beleggers dat zij hun beleggingsadviseur zien als een *koopjesjager* die een goed gevoel voor koopjes op de financiële markten heeft en zo meer winst maakt dan zichzelf zonder adviseur zouden kunnen. Tussen banken onderling is er een significant verschil tussen één (groot)bank (63,3%) en drie andere banken (30,9%, 39,7% en 29,1%). De particuliere beleggers die via de eerstgenoemde (groot)bank beleggen, zijn van mening dat de beleggingsadviseurs die hier werkzaam zijn, wel degelijk een goed gevoel voor koopjes hebben op de financiële markten en zo meer winst voor hen kunnen maken. Voorts zijn er op twee andere crossvariabelen aanmerkelijke verschillen aangetoond. Beleggers met een beleggingshorizon tot vijf jaar (48,5%) én speculatieve beleggers (55%) zijn van mening dat de beleggingsadviseur geen goed gevoel voor koopjes op de financiële markten heeft. Dit is een verschil ten opzichte van beleggers met een beleggingshorizon van tien jaar en langer (31,7%) en defensieve en middenspeculatieve beleggers (36,9% en 33,3%).

Dat de beleggingsadviseur een *persoonlijk adviseur* is die de persoonlijke situatie van de particuliere belegger goed kent en dit meeneemt in zijn advies, stelt 67,7% van de particuliere beleggers. Er is hierbij een beduidend verschil aangetoond tussen beleggers met een grote effectenportefeuille en beleggers met een kleine effectenportefeuille. Van de particuliere beleggers met een grote effectenportefeuille ( $\geq \text{€ } 100.000$ ) stelt 80,5% dat de beleggingsadviseur een persoonlijk adviseur is. Beleggers met een middelgrote effectenportefeuille (tussen  $\text{€ } 50.000$  -  $\text{€ } 100.000$ ) en beleggers met een kleine effectenportefeuille ( $\leq \text{€ } 10.000$ ) delen deze mening niet. Respectievelijk 37,7% en 32,2% stelt dat hun beleggingsadviseur niet een persoonlijk adviseur is. Dit is een significant verschil ten opzichte van de belegger met een grote effectenportefeuille ( $\geq \text{€ } 100.000$ ) van wie 14,9% stelt dat de beleggingsadviseur geen persoonlijk adviseur is. Van de particuliere beleggers beschouwt 68,2% hun beleggingsadviseur als een *vertrouwenspersoon* die hun belangen behartigt. Hier zijn geen significante verschillen aangetoond. De verdeling is weergegeven in tabel 9.

## II Het beleggingsadvies, de beleggingsadviseur en de financiële instelling

Typologie	
Risicoanalyticus (rolmodel 1)	79,4
Persoonlijk adviseur (rolmodel 2)	67,7
Koopjesjager (rolmodel 3)	45,1
Vertrouwenspersoon (rolmodel 4)	68,2

Tabel 9: 'In hoeverre zijn de volgende aspecten van toepassing op uw beleggingsadviseur?'  
(volgens de particuliere beleggers, in %)

#### 5.2.2.2 Het Vier Rollenmodel volgens de beleggingsadviseurs

In de schriftelijke enquête is de beleggingsadviseurs gevraagd in hoeverre zij een bepaalde omschrijving van hun taak in overeenstemming vonden met de praktijk. Hierbij was het mogelijk om voor meerdere omschrijvingen te kiezen. De meerderheid van de beleggingsadviseurs is van mening dat zij nu een 'persoonlijk adviseur' zijn voor hun cliënten. Bij alle drie categorieën instellingen wordt dit type adviseur het meest genoemd als een goede omschrijving van de huidige taak. Daarnaast wordt de 'risicoanalyticus' vaak genoemd als een typering die bij de beleggingsadviseur past. De beleggingsadviseurs zien zichzelf nauwelijks als een 'koopjesjager'. De resultaten zijn in tabel 10 weergegeven.

Typologie	Kleine instelling	Middelgrote instelling	Grote instelling
Risicoanalyticus (rolmodel 1)	66,2	65,2	73,1
Persoonlijk adviseur (rolmodel 2)	76,9	83,3	88,5
Koopjesjager (rolmodel 3)	9,2	3,0	9,0
Vertrouwenspersoon (rolmodel 4)	58,5	72,7	70,5

Tabel 10: 'In hoeverre vindt u de volgende omschrijvingen op uw taak van toepassing?'  
(volgens de beleggingsadviseurs, in %)

#### 5.2.2.3 Het Vier Rollenmodel volgens de directieleden

Tijdens de interviews met de directieleden werd het type 'koopjesjager' vier keer genoemd als de rol die hun beleggingsadviseurs volgens hen momenteel vervult. Bij slechts één directielid komt dit ook overeen met de gewenste rol die de beleggingsadviseur zou moeten vervullen. Dit betreft een directielid van een grote

financiële instelling waar de beleggingsadviseur voornamelijk (eigen) beleggingsproducten dient te adviseren. Breder financieel advies of relatiebeheer wordt hier door een separate medewerker gedaan. Een groot gedeelte van de directieleden wenst de ‘persoonlijk adviseur’ als typering van hun beleggingsadviseurs. Daarbij blijkt dat met name de directieleden van de kleine financiële instellingen dit van belang vinden. Bij de middelgrote financiële instellingen zien de directieleden hun beleggingsadviseurs vooral graag als een ‘risicoanalyticus’ en ‘persoonlijk adviseur’. In de volgende tabel is weergegeven welke rol de beleggingsadviseur volgens de directieleden op dit moment vervult en welke hij zou moeten vervullen in de (nabije) toekomst.

Typologie	Kleine instelling		Middelgrote instelling		Grote instelling	
	nu	wens	nu	wens	nu	wens
Risicoanalyticus (rolmodel 1)	29,4	29,4	25	50	0	0
Persoonlijk adviseur (rolmodel 2)	47,1	52,9	25	50	33,3	33,3
Koopjesjager (rolmodel 3)	11,8	0	25	0	33,3	33,3
Vertrouwenspersoon (rolmodel 4)	17,6	35,3	25	25	33,3	33,3

Tabel 11: ‘Welke omschrijving is momenteel van toepassing op het merendeel van uw beleggingsadviseurs en komt deze ook overeen met uw wens?’ (volgens de directieleden, in %)

Bij de poging tot het realiseren van financiële toegevoegde waarde voor de particuliere belegger, zal het handelen van de beleggingsadviseur aan voorwaarden moeten voldoen. Deze eisen ten aanzien van de zorgplicht, zoals het ‘Ken Uw Cliënt’-beginsel, dienen te voorkomen dat er *ex ante* schade ontstaat. Echter, het *ex ante* voorkomen van schade vereist meer dan alleen technisch juist adviseren. Vele financiële vraagstukken blijken in de praktijk interconnecties te kennen waarbij gefragmenteerde benadering niet meer toereikend is. Beleggingsvraagstukken dienen binnen de regelgeving van de zorgplicht op een brede, bijna financieel-generalistische wijze gezien te worden. Zodra van een beleggingsadviseur wordt verwacht dat hij zich moet opstellen als een risicoanalyticus, een persoonlijk adviseur of een vertrouwenspersoon, dan vergt dit andere capaciteiten dan van een koopjesjager verwacht worden. Hij zal zich dan meer rekenschap moeten geven van de financiële omstandigheden van de cliënt. Een concrete (veelal financiële) doelstelling zal in kaart moeten worden gebracht en zo de risico’s verkleinen of juist vergroten. Dit inventariseren zal in vertrouwelijke gesprekken plaatsvinden en kan een beroep doen op bijvoorbeeld fiscaal-econo-

## II Het beleggingsadvies, de beleggingsadviseur en de financiële instelling

mische kennis. Tot op heden heeft de beleggingsadviseur zich alleen hoeven te concentreren op de inhoud van de effectenportefeuille en dan met name naar de individuele fondsen. De ontwikkeling van smal adviseren naar breed adviseren werpt een fundamenteel vraagstuk op. De beleggingsadviseur dient in toenemende mate integrale financiële risico's in te schatten en hierop actie te ondernemen. Beperkte zich dit eerst tot het inrichten van de effectenportefeuille om zo (specifieke) economische doelstellingen te realiseren, nu lijkt hier ook het constateren van een probleem met het pensioen of een te hoge financiering van een woning bij te horen.

Naast het meer integraal adviseren, zal ook het (emotioneel) sterker binden van relaties ontegenzeggelijk een onderdeel van de taken van een beleggingsadviseur vormen. Zeker indien hij een vertrouwenspersoon of persoonlijk adviseur wenst te zijn. In de enquête is gevraagd hoelang hij zijn relaties gemiddeld bediend. Gemiddeld blijkt een meerderheid (52,2%) van de beleggingsadviseurs diens huidige relaties tussen 0 en 5 jaren te bedienen.<sup>191</sup> Bijna 31% van de beleggingsadviseurs stelt dat hij zijn huidige cliënten gemiddeld tussen de 6 en 10 jaren bediend. Gemiddeld bediend 16,9% van de beleggingsadviseurs zijn huidige cliënten langer dan 11 jaren.<sup>192</sup>

### 5.3 Omgaan met diverse belangen: de praktijk

Een persoon, in welke functie dan ook, dient meerdere belangen met zowel een zakelijk als een particulier karakter. Deze kunnen harmonieus worden verenigd, maar kunnen evenzogoed conflicteren. Een beleggingsadviseur zal de belangen van zijn werkgever, zijn particuliere belangen en de belangen van zijn cliënten moeten behartigen. Daarnaast zouden de belangen van de wetgever, de maat-

<sup>191</sup> Hetgeen aansluit bij de gegevens van de jaarlijkse Vermogensmonitor van Millward Brown. In het onderzoek van 2005 blijkt dat 17,5% van de beleggers als recente beleggers (max. 3 jaar beleggingservaring wordt beschouwd). Uit ditzelfde onderzoek komt naar voren dat 49% van de recente beleggers (wel eens) gebruik maakt van informatie of advies van een financieel adviseur. Worden deze resultaten vergeleken met de resultaten uit de enquête, dan blijkt dat beleggingsadviseurs veel recente beleggers als cliënt hebben. Hierbij is het de vraag hoe lang deze recente beleggers ook actief blijven op de financiële markten. Daarbij stelt 73,7% van de beleggingsadviseurs dat het aantal cliënten in portefeuille de laatste jaren is toegenomen. Enerzijds is dit te verklaren doordat het aantal huishoudens in absolute aantallen is toegenomen van 1,37 mio in het jaar 2003 naar 1,4 in het jaar 2005 (Millward Brown, 2005). Anderzijds kunnen er ook bedrijfseconomische redenen ten grondslag liggen aan deze toename, daar het aantal beleggingsadviseurs bij veel financiële instellingen is teruggebracht, waardoor het gemiddeld aantal cliënten per beleggingsadviseur is toegenomen.

<sup>192</sup> Dit kan mogelijkwijs verklaard worden doordat beleggingsadviseurs bij het veranderen van werkgever, geregeld cliënten meenemen naar de nieuwe werkgever.

schappij en de branche genoemd kunnen worden. Hoe gaat de beleggingsadviseur om met deze conflicterende belangen? Voorafgaand aan deze vraag is onderzocht welke waarden de beleggingsadviseur belangrijk vindt en welke zijn werkgever voor hem van belang acht.

### 5.3.1 De waarden van de beleggingsadviseur volgens de beleggingsadviseurs

De waarden van een persoon kunnen worden gezien als morele principes en standaarden die bij het maken van keuzen gewicht dienen te hebben. Omdat er vele waarden te benoemen zijn, is er voor dit onderzoek een keuze gemaakt. Vanzelfsprekend is deze keuze arbitrair. Als basis zijn voor het overgrote gedeelte de waarden uit een bestaand onderzoek gehanteerd.<sup>193</sup> De meeste waarden hebben een algemeen karakter, zoals collegialiteit, deskundigheid, doelmatigheid, eerlijkheid, onkreukbaarheid,<sup>194</sup> rechtmatigheid en toewijding. Sommige waarden maken deel uit van de criteria voor professionals, zoals deskundigheid, toewijding, rechtmatigheid en onafhankelijkheid. Tot slot is er nog een aantal waarden voorgelegd die genoemd worden als een onderdeel van een handeling, zoals dienstbaarheid, doelmatigheid, openheid, aanvaardbaarheid<sup>195</sup> en profijtelijkheid. Hieronder is een overzicht gegeven van de waarden die de beleggingsadviseurs relevant vinden.

	Kleine instelling		Middelgrote instelling		Grote instelling	
	ja	nee	ja	nee	ja	nee
Aanvaardbaarheid	0	100	0	100	0	100
Collegialiteit	0	100	7,6	92,4	3,8	96,2
Deskundigheid	100	0	93,9	6,1	94,9	5,1
Dienstbaarheid	7,7	92,3	13,6	86,4	6,4	93,6
Doelmatigheid	7,7	92,3	10,6	89,4	7,7	92,3
Eerlijkheid	56,9	43,1	63,6	36,4	67,9	32,1
Gehoorzaamheid	1,5	98,5	0	100	0	100
Onafhankelijkheid	58,5	41,5	42,4	57,6	42,3	57,7
Onkreukbaarheid	26,2	73,8	19,7	80,3	30,8	69,2
Openheid	18,5	81,5	13,6	86,4	14,1	85,9
Profijtelijkheid	1,5	98,5	1,5	98,5	6,4	93,6
Rechtmatigheid	1,5	98,5	12,1	87,9	2,6	97,4
Toewijding	21,5	78,5	21,2	78,8	23,1	76,9

Tabel 12: 'Welke drie waarden van de beleggingsadviseur zijn volgens u het belangrijkste?' (volgens de beleggingsadviseurs, in %)

<sup>193</sup> Voor een volledige uiteenzetting van deze waarden zie Huberts, van den Heuvel en Verberk (2002: 46-57).

<sup>194</sup> Hieronder moet het 'niet vatbaar voor inbreuken' en 'integer' worden verstaan. Deze waarde wordt door beleggingsadviseurs mét kinderen significant vaker genoemd (29,6%) dan beleggingsadviseurs zonder kinderen (17,2%).

<sup>195</sup> Handelen in overeenkomst met de wensen van het publiek.

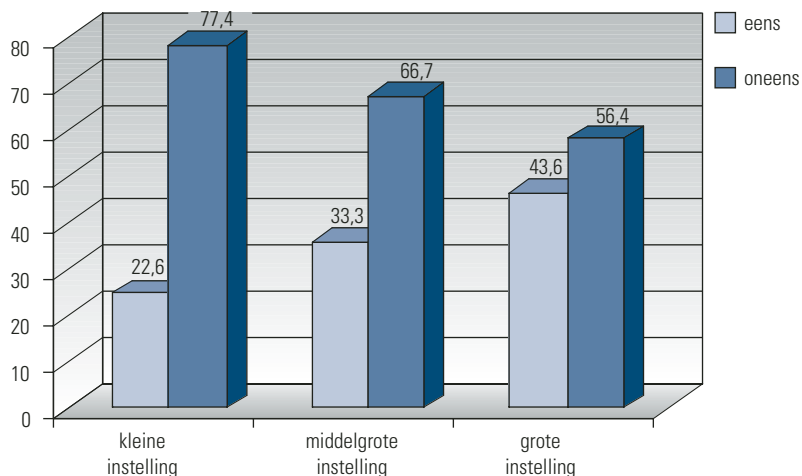
## II Het beleggingsadvies, de beleggingsadviseur en de financiële instelling

Er zijn weinig verschillen waarneembaar tussen de waarden die beleggingsadviseurs van diverse categorieën instellingen noemen. Alle beleggingsadviseurs werkzaam bij de kleine instellingen noemen 'deskundigheid' als een belangrijke waarde, bijna 94% werkzaam bij een middelgrote instelling en bijna 95% bij een grote instelling noemen dit als één van de drie belangrijkste waarden. Ook de waarde 'eerlijkheid' wordt vaak genoemd. Van de beleggingsadviseurs werkzaam bij een kleine instelling noemt 56,9% dit, tegen 63,6% bij een middelgrote en 67,9% bij een grote instelling. De waarde 'onafhankelijkheid' wordt door 58,5% van de beleggingsadviseurs van de kleine instellingen genoemd, tegen 42,4% van de middelgrote en 42,3% van de grote instellingen. Ook 'openheid' en 'onkreukbaarheid' worden geregeld genoemd door de beleggingsadviseurs.

Opmerkelijk is dat de waarde 'profijtelijkheid' weinig genoemd wordt. Slechts 1,5% van de beleggingsadviseurs die werken bij een kleine of een middelgrote instelling, noemt dit en 6,4% van de beleggingsadviseurs die bij een grote instelling werken. Dit is opmerkelijk aangezien juist de waarde 'profijtelijkheid' door directieleden aanzienlijk vaker genoemd wordt (5,9% directieleden van kleine instellingen, 50% van middelgrote en 66,7% van grote instellingen). Gezien het spanningsveld tussen de cliëntoriëntatie en het realiseren van bedrijfseconomische doelstellingen, is het interessant om te achterhalen hoe de gemiddelde beleggingsadviseur in de praktijk omgaat met de waarden 'profijtelijkheid' en 'eerlijkheid'. Dit is gedaan door de beleggingsadviseur drie stellingen voor te leggen, waarbij de spanning tussen bovengenoemde twee waarden tot uitdrukking is gebracht.<sup>196</sup> De eerste stelling is: 'Een cliënt verdient aandacht van een (senior) beleggingsadviseur naar gelang de grootte van zijn vermogen'. Uit de reacties op deze stelling is een significant verschil waarneembaar tussen de beleggingsadviseurs die bij een kleine instelling werkzaam zijn en diegenen die bij een grote instelling werken. Het blijkt dat beleggingsadviseurs werkzaam bij een kleine instelling (77,4%) het significant vaker niet eens zijn met deze stelling ten opzichte van collega's van de middelgrote (66,7%) en grote instellingen (56,4%). Daarentegen blijven beleggingsadviseurs werkzaam bij een grote financiële instelling (43,6%) het beduidend vaker eens te zijn met deze stelling ten opzichte van de beleggingsadviseurs bij een middelgrote (33,3%) en een kleine instelling (22,6%). Er is eveneens een aanzienlijk verschil tussen de beleggingsadvi-

<sup>196</sup> Zie in dit verband Stone (1976), die stelt dat artsen, advocaten en andere professionals neigen naar het zoeken van cliënten met een hogere status ten koste van cliënten met een lagere status. Hierbij verwaarlozen zij noodzakelijke diensten ten gunste van exotische of financieel aantrekkelijke specialiteiten. Op deze wijze ontstaat er een extreme ongelijkheid in de distributie van beschikbare professionals, die de noodzakelijke handelingen kunnen en willen verrichten voor cliënten met een lagere status. Op deze wijze kunnen diegene die de cliënten met een lagere status helpen, deze controleren en manipuleren op een dusdanige wijze dat zij beheersbaar zijn.

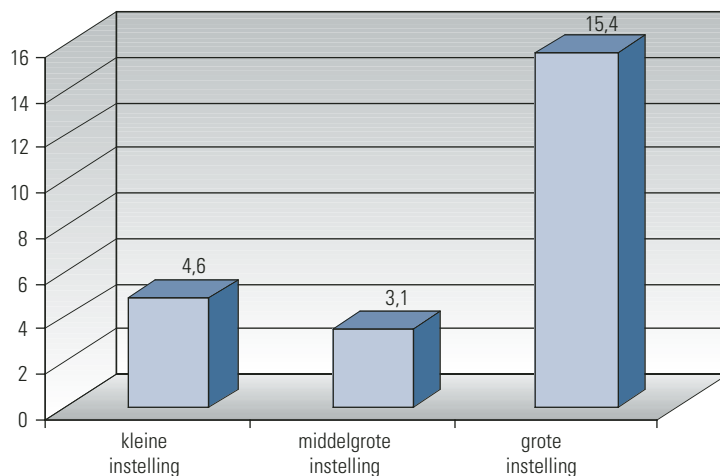
seurs die werken in de randstad en die buiten de randstad werken. De beleggingsadviseurs die buiten de randstad werken, zijn vaker van mening dat een cliënt meer aandacht verdient naar gelang de grootte van zijn vermogen (42,7% versus 27,7%).



*Figuur 11: 'Een cliënt verdient aandacht van een (senior) beleggingsadviseur naar gelang de grootte van zijn vermogen' (volgens de beleggingsadviseurs, in %)*

Nu kan gesteld worden dat het geven van meer aandacht, zoals verwoord in de eerste stelling, nog niet een direct economische connotatie heeft. Het is ook goed mogelijk dat de beleggingsadviseurs van mening zijn dat een grote cliënt gewoon meer aandacht nodig heeft, aangezien deze vaak een complexere fiscaal-economische situatie kent. Om die reden is ervoor gekozen om nog twee stellingen voor te leggen die direct een sociaal-economische connotatie hebben. De tweede stelling is: 'Rijke mensen hebben meer recht op een goed beleggingsadvies dan arme mensen, omdat zij voor meer provisie zorgen'. De reacties op deze stelling leren dat er wederom significante verschillen waarneembaar zijn tussen de categorieën instellingen. Beleggingsadviseurs die werken bij grote financiële instellingen, zijn het vaker (15,4%) eens met deze stelling ten opzichte van de overige twee categorieën instellingen (kleine instelling: 4,6% en middelgrote instelling: 3,1%).

## II Het beleggingsadvies, de beleggingsadviseur en de financiële instelling



*Figuur 12: 'Rijke mensen hebben meer recht op een goed beleggingsadvies dan arme mensen, omdat zij voor meer provisie zorgen' (volgens de beleggingsadviseurs, in %)*

Zodra de tweede stelling wordt omgedraaid naar een derde stelling: 'Arme mensen hebben meer recht op een goed beleggingsadvies dan rijke mensen, omdat zij het financieel nodig hebben', blijken de verschillen niet groot meer te zijn. Blijkbaar gaat deze stelling de beleggingsadviseurs te ver. Gemiddeld is 97,1% het niet eens met deze stelling, zonder onderlinge significante verschillen.

Voorts zijn de beleggingsadviseurs twee vragen voorgelegd (zie bijlage 3, case 4 en 5). De eerste vraag is: 'Een cliënt met een grote effectenportefeuille wil een fonds kopen dat u niet volgt. Wat doet u?' Het blijkt dat een kleine meerderheid van de beleggingsadviseurs alsnog *research* opzoekt om de cliënt van dienst te zijn (54,5%). Een klein percentage (6,2%) zegt per definitie niet buiten het beleggingsbeleid van de bank te adviseren en 47,8% zal de cliënt melden dat hij het fonds niet kent en dat de cliënt dit dus op eigen verantwoordelijkheid koopt. De verschillen worden significant zodra de casus wat wordt aangepast. De tweede vraag is: 'Een cliënt met een kleine effectenportefeuille wil een fonds kopen dat u niet volgt. Wat doet u?' Van de beleggingsadviseurs werkzaam bij een kleine instelling zegt 61,5% alsnog *research* te gaan zoeken. De beleggingsadviseurs van de grote instellingen zijn dit niet van plan: 65,4% van hen stelt dit niet te zullen doen. Bij deze vraag stelt 14,1% van de beleggingsadviseurs die werken bij een grote instelling, dat zij per definitie niets buiten het beleggingsbeleid adviseren, hetgeen significant hoger is dan de beleggingsadviseurs van de andere categorieën instellingen. Ook significant is het verschil tussen de beleggingsadviseurs die dit juist niet



zullen zeggen: 96,9% van de beleggingsadviseurs van de kleine instellingen stelt dit de cliënt niet mede te delen en hem dus van dienst te zullen zijn.

De conclusie dat de beleggingsadviseurs werkzaam bij de grote financiële instellingen aanmerkelijk commerciëler zijn en een sterkere financiële oriëntatie hebben bij het contact met cliënten dan andere beleggingsadviseurs, lijkt op basis van het voorgaande gerechtvaardigd. Deze conclusie kan verder onderbouwd worden met de wijze waarop er vermogens- of rendementseisen worden gesteld aan nieuwe cliënten. De beleggingsadviseurs van de grote instellingen zeggen significant vaker dat er voor nieuwe cliënten minimale vermogensseisen worden gesteld (94,9%), ten opzichte van de beleggingsadviseurs van de kleine instellingen (84,6%) en de middelgrote instellingen (81,8%). Minder vaak worden er *directe* rendementseisen<sup>197</sup> gesteld aan nieuwe cliënten. Gemiddeld stelt 13,4% van de beleggingsadviseurs dat zij rendementseisen stellen aan nieuwe cliënten (geen significante verschillen waarneembaar). Beleggingsadviseurs van de kleine financiële instellingen geven significant vaker (63,1%) dan de beleggingsadviseurs van de middelgrote (42,4%) en de grote instellingen (21,8%) aan dat zij in het geheel geen eisen stellen aan nieuwe cliënten.

### 5.3.2 De waarden van de beleggingsadviseur volgens de directieleden

Welke waarden zouden beleggingsadviseurs volgens de directieleden hoog in het vaandel moeten hebben? Tijdens de interviews is de directieleden gevraagd welke drie waarden zij het meest relevant achten voor de beleggingsadviseurs.

Binnen de totale groep directieleden lijkt er één consensus: 92% stelt dat 'deskundigheid' een belangrijke waarde voor de beleggingsadviseur is. Ook worden de waarden 'eerlijkheid' (40%) en 'onafhankelijkheid' (48%) vaak genoemd.<sup>198</sup> Er is tussen de directieleden van de verschillende instellingen één statistisch significant verschil vastgesteld: de waarde 'profijtelijkheid'. De directieleden van de grote instellingen zijn in 66,7% van de gevallen van mening dat de waarde 'profijtelijkheid' één van de drie belangrijkste waarden is voor beleggingsadviseurs, terwijl slechts 5,9% van de directieleden van de kleine instellingen en 50% van de middelgrote instellingen dit als een van de drie belangrijkste waarden betitelt. In tabel 13 is aangegeven welke waarden zij het meest genoemd hebben.

<sup>197</sup> Overigens kan gesteld worden dat het stellen van minimale vermogensseisen tot *indirecte* rendementseisen leidt.

<sup>198</sup> In het onderzoek van Huberts, Van den Heuvel en Verkerk (2002: 52-53) blijkt overigens dat bij Nederlandse politici de waarden 'eerlijkheid', 'onkreukbaarheid' en 'openheid' het hoogste scoren. Bij ambtenaren zijn dit de waarden 'deskundigheid', 'eerlijkheid' en 'doelmatigheid'. Volgens de onderzoekers is het wel zo dat het management wat vaker 'openheid' noemt en de werknemers wat vaker 'collegialiteit' noemen. Zij noemen dit 'elite-ethiek' en 'werkvloerethiek'.

## II Het beleggingsadvies, de beleggingsadviseur en de financiële instelling

	Kleine instelling	Middelgrote instelling	Grote instelling	Totaal gemiddeld
<b>Aanvaardbaarheid</b>	0	0	0	0
<b>Collegialiteit</b>	5,9	0	0	4
<b>Deskundigheid</b>	100	75	100	92
<b>Dienstbaarheid</b>	11,8	50	0	16
<b>Doelmatigheid</b>	11,8	25	0	12
<b>Eerlijkheid</b>	47,1	25	33,3	40
<b>Gehoorzaamheid</b>	0	0	0	0
<b>Onafhankelijkheid</b>	58,8	25	33,3	48
<b>Onkreukbaarheid</b>	11,8	50	33,3	20
<b>Openheid</b>	17,6	0	33,3	16
<b>Profijtelijkheid</b>	5,9	50	66,7	20
<b>Rechtmatigheid</b>	5,9	0	0	4
<b>Toewijding</b>	23,5	0	0	16

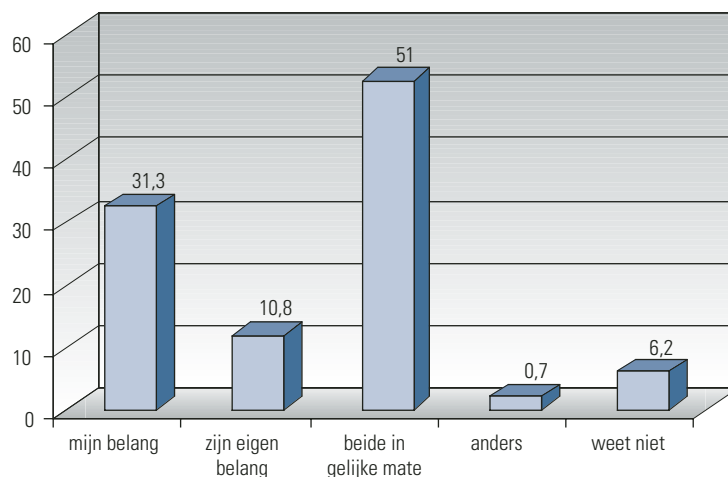
Tabel 13: 'Welke drie waarden vindt u het meest belangrijk voor de beleggingsadviseur?'  
(volgens directieleden, in %)

### 5.3.3 De strijdigheid van belangen in de praktijk volgens de particuliere beleggers

De stelling dat de particuliere beleggers van mening zijn dat de beleggingsadviseurs zich voornamelijk laten leiden door de eigen belangen, kan op basis van de uitkomsten van de telefonische enquête weerlegd worden. Zo is 31,3% van de particuliere beleggers van mening dat de beleggingsadviseurs zich laten leiden door de belangen van de particuliere beleggers, terwijl 51% van de particuliere beleggers van mening is dat beide belangen (de belangen van zowel de particuliere beleggers als beleggingsadviseurs) worden behartigd. Slechts 10,8% is van mening dat de beleggingsadviseurs zich laten leiden door hun belangen of die van de financiële instelling (zie figuur 13).

Wordt er gevraagd naar een reactie op de stelling: 'Doordat een beleggingsadviseur betaald wordt om zoveel mogelijk transacties te genereren, kan hij nooit mijn belangen dienen', dan blijkt dat 15,3% van de particuliere beleggers deze mening geheel deelt, 33,2% een beetje deelt en 49,8% niet deelt. Het zijn hier met name beleggers met een effectenportefeuille tot € 10.000 die deze mening niet delen (59,4%), hetgeen significant verschilt ten opzichte van de beleggers met een grote effectenportefeuille  $\geq$  € 100.000 (39,3%). Tot slot is er een significant verschil tussen de banken onderling geconstateerd. De particuliere beleggers die via twee specifieke banken beleggen, zijn van mening dat hier met name de belangen van de financiële instelling worden nagestreefd (22,4% en 21,4%).

Hierteenover staat de mening van de particuliere beleggers die via twee concurrenten beleggen (7,8% en 8,3%).



*Figuur 13: 'Laat uw beleggingsadviseur zich vooral leiden door uw belangen, door zijn eigen belang of beide in gelijke mate?' (volgens de particuliere beleggers, n=339, in %)*

### 5.3.4 De strijdigheid van belangen in de praktijk volgens de beleggingsadviseurs

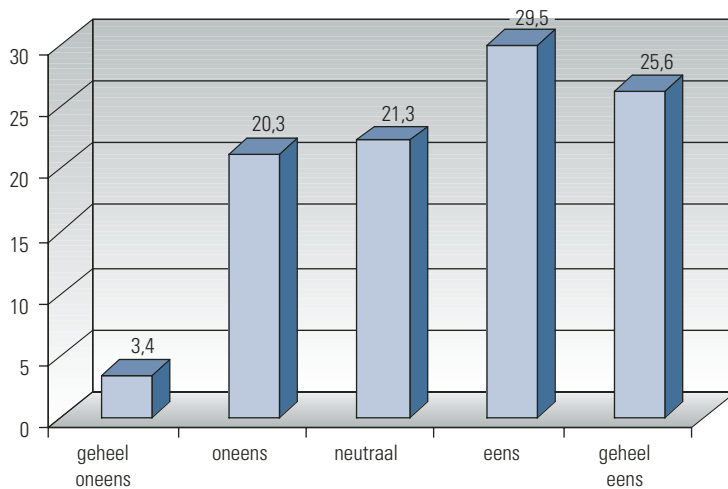
Ervaren de beleggingsadviseurs een strijdigheid tussen hun particuliere of zakelijke belang(en) en de belangen van hun cliënten? Uit de antwoorden (zie figuur 14) blijkt een verdeeld beeld. Er is een groep beleggingsadviseurs die een conflict in de belangen ervaren.<sup>199</sup> Van de beleggingsadviseurs is 23,7% van mening dat hun belang (wel eens) strijdig is met dat van hun cliënten. Neutraal is 21,3%, terwijl 55,1% van de beleggingsadviseurs stelt dat hun belangen nooit strijdig zijn met die van hun cliënten. Met andere woorden: alle handelingen die zij verrichten, dienen in ieder geval de belangen van zowel de cliënten als van henzelf.<sup>200</sup> Deze laatste mening is redelijk consistent verdeeld onder de categorieën beleggingsadviseurs.

Wordt er gevraagd of de eigen belangen van de beleggingsadviseurs strijdig zijn met de belangen van de cliënten, dan ontstaat, zoals hier boven gesteld, een gemengd beeld van de reacties. Een geheel ander beeld ontstaat, zodra wordt gevraagd of de belangen van de werkgever strijdig zijn met die van de cliënten.

<sup>199</sup> Hierover stelt het rapport Commissie Modernisering Beleggingsinstellingen (december 2004) op pagina 42: "De kern van het probleem is de relatie tussen de beheerder die zijn eigen belangen nastreeft en de beleggers in wiens belang de beleggingsinstelling door de beheerder wordt beheerd."

<sup>200</sup> Of dit zakelijke of particuliere belangen zijn, is niet nader onderzocht.

## II Het beleggingsadvies, de beleggingsadviseur en de financiële instelling

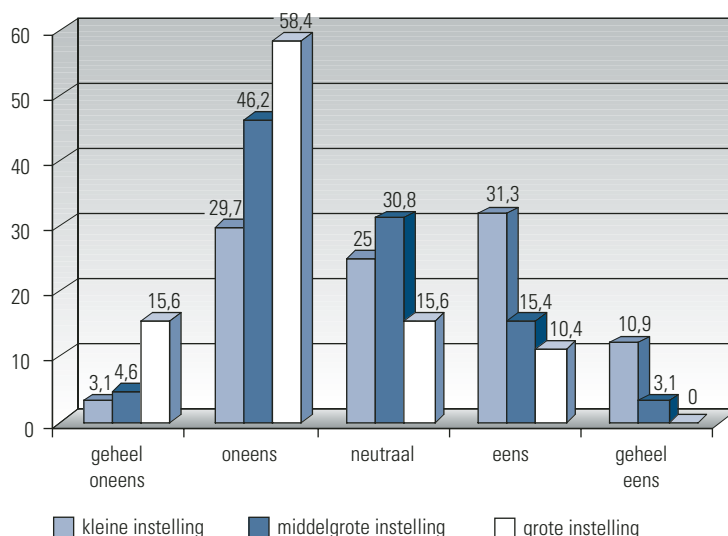


*Figuur 14: 'Mijn eigen belang is nooit strijdig met dat van mijn cliënten' (volgens de beleggingsadviseurs, in %)*

De beleggingsadviseurs die werkzaam zijn bij een kleine instelling, blijken consistent. Zowel de belangen van henzelf als de belangen van de werkgever zijn volgens hen niet in conflict met die van de cliënten. Hierin wijken de beleggingsadviseurs van de kleine instellingen significant af van de overige twee categorieën beleggingsadviseurs. In cijfers uitgedrukt: 42,2% van de beleggingsadviseurs werkzaam bij een kleine instelling is van mening dat het belang van de werkgever nooit in strijd is met dat van de cliënten, tegenover 18,5% bij een middelgrote instelling en 10,4% bij een grote instelling (zie figuur 15).

De beleggingsadviseurs van een grote instelling blijken daarentegen significant vaker dan de andere beleggingsadviseurs van mening te zijn dat de belangen van hun werkgever wél strijdig (kunnen) zijn met die van de cliënten. 74% van de beleggingsadviseurs van grote instellingen stelt dit, tegen 50,8% van de beleggingsadviseurs van middelgrote instellingen en 32,8% van kleine instellingen.

Een voorbeeld van het behartigen van verschillende belangen is de wijze waarop het werk van de beleggingsadviseur door zijn werkgever wordt beoordeeld. Op de vraag hoe vaak de beleggingsadviseurs in een evaluatiegesprek met hun leidinggevende(n) worden aangesproken op de behaalde provisie of andere inkomsten behaald op hun cliënten, dan blijkt dat (zeer) regelmatig te gebeuren. De beleggingsadviseurs die werken bij een grote instelling, worden in 7,7% van



*Figuur 15: 'Het belang van mijn werkgever is nooit strijdig met dat van mijn cliënten' (volgens de beleggingsadviseurs, in %)*

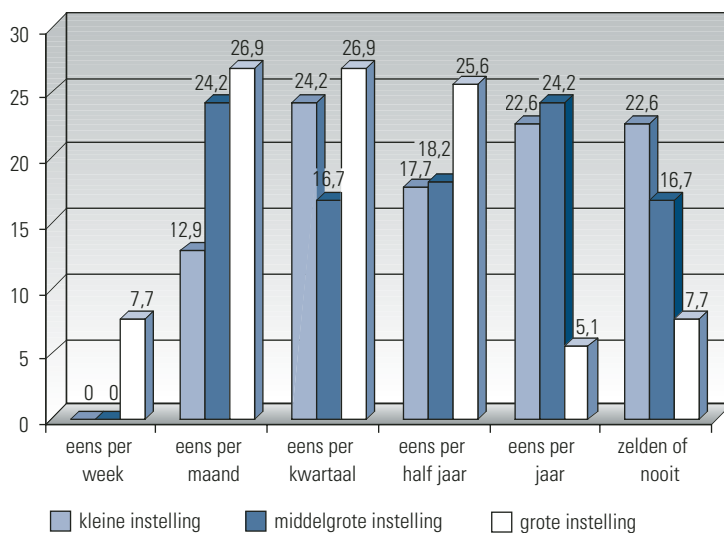
de gevallen wekelijks aangesproken op deze resultaten.<sup>201</sup> Hetgeen aanzienlijk hoger is ten opzichte van de anderen: 21,8% wordt eens per maand aangesproken op de behaalde provisie (beleggingsadviseurs bij de kleine instellingen overigens 12,9%, hetgeen significant lager is).<sup>202</sup> Eens per kwartaal wordt 22,8% aangesproken en 25,6% eens per half jaar. Dan is er nog een groep die eens per jaar beoordeeld wordt op de behaalde provisie of andere inkomsten op cliënten. In totaal wordt 16,5% van de beleggingsadviseurs jaarlijks aangesproken. Daarbij worden de beleggingsadviseurs die werken bij een middelgrote instelling, vaker (24,2%) dan die bij andere instellingen eens per jaar beoordeeld op de behaalde provisie of andere inkomsten.<sup>203</sup> Tot slot blijkt dat 15% van de beleggingsadviseurs zelden of nooit wordt aangesproken op de behaalde provisie of overige inkomsten op de cliënten. Daarbij valt op dat beleggingsadviseurs van de kleine instellingen (22,6%) significant vaker zelden of nooit door hun leidinggevenden worden beoordeeld op hun resultaten behaald op de cliënten.

<sup>201</sup> Daarbij kan opgemerkt worden dat beleggingsadviseurs werkzaam buiten de randstad, significant vaker dan beleggingsadviseurs werkzaam in de binnenstad, eens per week geëvalueerd worden op behaalde provisie op de cliënten (6,1% versus 0,8%).

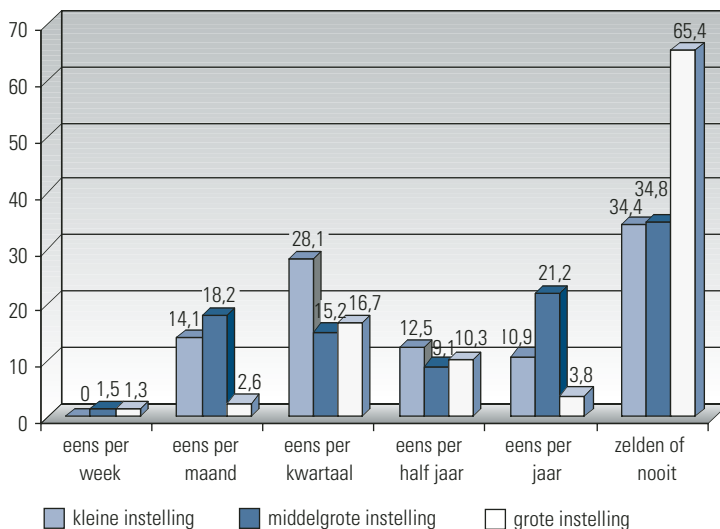
<sup>202</sup> Hierbij is er eveneens een significant verschil vastgesteld tussen beleggingsadviseurs die buiten de randstad en in de randstad werken. De eerste groep beleggingsadviseurs blijkt vaker eens per maand beoordeeld te worden op behaalde provisie (28%) dan de groep die werkt in de randstad (18,5%).

<sup>203</sup> Beleggingsadviseurs die werken in de randstedelijke gebieden, blijken significant vaker (21%) dan beleggingsadviseurs die in de randstad werken (9,8%), jaarlijks beoordeeld te worden op hun behaalde provisie.

## II Het beleggingsadvies, de beleggingsadviseur en de financiële instelling



Figuur 16: 'Hoe vaak heeft u een evaluatiegesprek met uw leidinggevende(n) over de behaalde provisie of andere inkomsten **op** uw cliënten?' (volgens de beleggingsadviseurs, in %)



Figuur 17: 'Hoe vaak heeft u een evaluatiegesprek met uw leidinggevende(n) over de behaalde financiële resultaten **voor** uw cliënten met hun beleggingen?' (volgens de beleggingsadviseurs, in %)

Worden deze resultaten afgezet tegen de antwoorden op de vraag hoe vaak de beleggingsadviseurs aangesproken worden op de behaalde financiële resultaten *voor* hun cliënten, dan ontstaat er een ander beeld (zie figuur 17). Alles overwegende moet worden geconcludeerd dat dit aanmerkelijk minder frequent gebeurt dan dat er beoordeeld wordt op de behaalde resultaten *op* cliënten. Toch zijn er onderling significante verschillen waargenomen. Zo blijken beleggingsadviseurs werkzaam voor een middelgrote instelling eens per maand (18,2%) of eens per jaar (21,2%) hierop beoordeeld te worden. Beide percentages wijken in de positieve zin significant af van de beleggingsadviseurs die werken bij andere instellingen. Ook de beleggingsadviseurs die werken voor kleine instellingen, worden met een zekere regelmaat beoordeeld op de behaalde resultaten *voor* hun cliënten. 28.1% van hen stelt dat dit eens per maand gebeurt, hetgeen eveneens significant vaker is dan bij andere instellingen. Beleggingsadviseurs die werken bij een grote financiële instelling, worden aanmerkelijk minder vaak beoordeeld op de resultaten die zij behalen *voor* hun cliënten: 65,4% van hen stelt dat zij hierop zelden of nooit worden beoordeeld. Dit percentage is eveneens significant.

### 5.3.5 Klokkenluiden binnen de beleggingsadvisering

In § 5.3.1 werd gesteld dat beleggingsadviseurs ‘eerlijkheid’, ‘onafhankelijkheid’, ‘openheid’ en ‘onkreukbaarheid’ als belangrijke waarden noemen. Het is interessant te analyseren hoe zwaar deze waarden wegen. Gaan de beleggingsadviseurs zover dat zij bijvoorbeeld bereid zijn om misstanden in de openbaarheid te brengen? Een handeling met mogelijk grote gevolgen kan het ‘klokkenluiden’ zijn.

Het verschijnsel ‘klokkenluiden’ is al oud en komt in alle geledingen van de maatschappij voor. Near en Miceli (1996b: 508) omschrijven ‘klokkenluiden’ als: “the disclosure by organization members (former or current) of illegal, immoral or illegitimate practices under the control of their employers, to persons or organizations that may be able to effect action.” Het klokkenluiden is vervolgens onder te verdelen in ‘intern’ en ‘extern klokkenluiden’. Onder intern klokkenluiden wordt het aan de kaak stellen van onjuistheden binnen een onderneming of instelling zelf verstaan, zonder de openbaarheid te zoeken. Empirisch onderzoek van Near en Miceli (1996b: 509) wijst uit dat beide vormen een gelijksoortige basis kennen, alhoewel externe klokkenluiders een grotere kans lopen op sancties dan interne klokkenluiders (Baucus, Near, 1991: 31). Ter bescherming van de klokkenluider is in de code Tabaksblad een bepaling opgenomen.<sup>204</sup>

<sup>204</sup> Waarbij overigens moet worden aangetekend dat de Sarbanes Oxley-wet (2002) in de VS nog verder gaat dan de Nederlandse code. Beursgenoteerde ondernemingen worden verplicht om een melding ook extern te doen.

## II Het beleggingsadvies, de beleggingsadviseur en de financiële instelling

Klokkenluiders blijken, in tegenstelling tot inactieve waarnemers, tot de hoger opgeleide en beter betaalde medewerkers te horen en hebben vaak een managementpositie of behoren tot een professionele beroepsgroep (Near, Miceli, 1996: 369). Daarbij zijn zij van mening dat zij de verantwoordelijkheid hebben om misstanden te rapporteren en zij kennen de wegen om dit ook te doen. Zij zijn immers in de positie om beter toegang te krijgen tot informatie. Uit een onderzoek van Kaptein en Buitter (2001) onder Nederlandse ambtenaren is namelijk gebleken dat een kwart wel eens overwogen heeft misstanden naar buiten te brengen. Uiteindelijk durfden ze niet, uit vrees voor repercussies.<sup>205</sup> Binnen dit onderzoek is de beleggingsadviseurs gevraagd of zij wel eens hebben overwogen om misstanden die zij waarnemen bij de huidige of vorige werkgever, openbaar te maken. Het blijkt dat 24,5% van de beleggingsadviseurs wel eens overwogen heeft dit te doen. Bijna 3% van de beleggingsadviseurs geeft aan dit regelmatig overwogen te hebben. Dat 34,6% van de beleggingsadviseurs die werken bij een grote instelling, wel eens overwogen hebben misstanden in het openbaar te brengen, lijkt te passen in de theorie van Weinstein (1979). Deze theorie stelt dat grote bureaucratieën meer vatbaar zouden zijn voor klokkenluiders dan andere organisaties. In het geval (met name grote) financiële instellingen beschouwd worden als bureaucratieën, kan vervolgens worden verondersteld dat klokkenluiders met name deze organisatievormen bedreigen.

Er is een aantal kritische kanttekeningen te plaatsen bij de uitkomst op deze vraag. Zo is het slechts het antwoord op één vraag. Er is een vervolgonderzoek benodigd om conclusies te kunnen trekken. Tevens wil het antwoord op deze vraag niet stellen dat er veel misstanden plaatsvinden. Immers, wat wordt verstaan onder een misstand? Daarbij is niet gevraagd of de beleggingsadviseur daadwerkelijk misstanden in de openbaarheid heeft gebracht, of wat diens motieven zijn. Opgemerkt zij dat de motieven van een klokkenluider lang niet altijd het verbeteren van de situatie betreffen. Zoals Westin (1981: 134-136) stelt: "there is the danger that incompetent or inadequately performing employees will whistleblow to avoid facing justified personnel sanctions."

205 Dit blijkt eveneens uit een onderzoek uitgevoerd door het *Tijdschrift voor Binnenlands Bestuur* onder 1660 ambtenaren in 2004. Hieruit blijkt dat slechts 30% vertrouwen heeft in de regeling die klokkenluiders moet beschermen. Zie eveneens bericht in *Het Financieel Dagblad* van 5 augustus 2005 waarin melding wordt gemaakt van een directeur van een grote financiële instelling die geld bij mediabureaus zou hebben gestald. Interne klokkenluiders van de bank zouden hierbij, naar verluidt, berispt zijn.



## 5.4 Conclusies

In dit hoofdstuk is de beleggingsadviseur op diverse wijzen geanalyseerd. Op basis van de *principal-agent*-theorie moet geconcludeerd worden dat belangen tussen de particuliere belegger, de beleggingsadviseur en de financiële instelling niet synchroon lopen. De particuliere belegger is als principaal beperkt in staat de relatie met diens agent (de beleggingsadviseur) te beheersen. Door de invoering van het 'Ken Uw Cliënt'-beginsel is de particuliere belegger eveneens een van de laatste methoden om divergentie te beperken, afgenomen: de macht over de persoonlijke informatie. Alhoewel de particuliere belegger niet gedwongen kan worden informatie te verstrekken, neemt de druk, mede door de regelgeving welke opgelegd is aan de financiële instellingen, op dit punt wel toe. Andere methoden om de divergentie te beperken, zijn voor de particuliere belegger nauwelijks aanwezig. Zo is *monitoring* voor hem slechts op kleine schaal een methode om divergentie te beperken. De asymmetrie in kennis, ervaring en middelen zorgt ervoor dat het voor de principaal uitermate complex is afdoende diens belangen te monitoren. De meest effectieve methode om divergentie te beperken, is het maken van *bonding costs*. Werkt dit niet, dan kan de particuliere belegger besluiten te vertrekken en/of een juridische procedure aan te spannen tegen de financiële instelling. Daarentegen staan de financiële instelling als principaal (opdrachtgever) wel diverse methoden om divergentie te beperken, ter beschikking. Prestatiegericht belonen kan effectief ingezet worden om de economische belangen van de instelling op korte termijn te waarborgen. Door aandelen of aandelenoptieregelingen ter beschikking te stellen aan de beleggingsadviseur, krijgt het *principal-agent*-vraagstuk een nieuwe dimensie. De oorspronkelijke agent (de beleggingsadviseur) krijgt als aandeelhouder aanspraak op de werkgever. Hierdoor wordt de instelling een agent en de beleggingsadviseur een principaal die winstmaximalisatie nastreeft. Tenzij de particuliere belegger zelf ook aandelen houdt in de financiële instelling, zal deze nieuwe dimensie niet direct in zijn voordeel werken.

In vergelijking met de *street-level bureaucrat* van Lipsky (1980) valt op dat de beleggingsadviseur in beginsel te maken heeft met vergelijkbare dilemma's. Met name de discrepantie tussen de diverse belangen is ook hier treffend. Het behartigen van de belangen van zowel de cliënt, de instelling, die van de gemeenschap als de eigen belangen zorgt hierbij voor een continu spanningsveld. Daar komt bij dat de taak van zowel de *street-level bureaucrat* als van de beleggingsadviseur van dien aard is dat er op gezette tijden moet worden opgetreden als 'rechter'.

## II Het beleggingsadvies, de beleggingsadviseur en de financiële instelling

Evenals bij de *street-level bureaucrat* is de oriëntatie van de beleggingsadviseur om cliënten te helpen in veel gevallen (het behartigen van de belangen van de cliënt) onverenigbaar met de noodzaak tot beoordelen en controleren van cliënten (het beheersen van de relatie). Het behartigen van de belangen van de cliënt kan zelfs onverenigbaar zijn met de belangen van de organisatie. Dit komt onder meer tot uiting in het feit dat een organisatie naar een min of meer gestandaardiseerde aanpak van de problematiek van de cliënten en een gelijke behandeling van hen zoekt, terwijl de beleggingsadviseur in veel gevallen juist de speciale aandacht voor de individuele cliënt wil bieden en hier ook persoonlijke voldoening uit zal halen. De standaardisatie wordt doorgevoerd om zo te kunnen voldoen aan de wet- en regelgeving en om redenen van efficiëntie. Daarbij komt dat de resultante van het handelen van de beleggingsadviseur moeilijk *ex ante* en *ex post* te beoordelen is. Ondanks het feit dat een cliënt van een beleggingsadviseur meer mogelijkheden heeft om 'te straffen' ten opzichte van een cliënt van een *street-level bureaucrat*, zijn deze uiteindelijk beperkt tot het zoeken van een alternatief. Dit lijkt een drastische maatregel, maar voorkomt dat de beleggingsadviseur de volledige regie over de relatie voert. Zowel de *street-level bureaucrat* als de beleggingsadviseur zijn erop gespitst de relatie te beheersen en in te zetten ten behoeve van de eigen doelstellingen. De asymmetrie speelt hierbij een cruciale rol. Vastgesteld is dat het waarschuwen en begeleiden van de particuliere belegger in strijd kan zijn met het belang van de beleggingsadviseur om de asymmetrie tussen hen in stand te houden en zo de relatie financieel profijtelijk te houden.

Voor de meerderheid van de particuliere beleggers is risicobeheersing en persoonlijke benadering belangrijker dan het behalen van snelle winsten (koopjes jagen). Die beleggers die 'koopjes jagen' primair aantrekkelijk zouden moeten vinden, de kortetermijnbeleggers en speculatieve beleggers, zijn van mening dat de beleggingsadviseur geen goede koopjesjager is. Uiteraard kunnen de recente ontwikkelingen op de financiële markten hieraan ten grondslag liggen, waarbij de meerderheid van de particuliere beleggers tot het inzicht is gekomen dat het voorspellen van beursontwikkelingen maar weinigen gegeven is en dat de financiële markten een eigen onvoorspelbare dynamiek hebben. Met name de particuliere beleggers met grote effectenportefeuilles zijn van mening dat hun beleggingsadviseur als een 'persoonlijk adviseur' moet worden beschouwd. Ook de beleggingsadviseurs en de directieleden stellen dat het rolmodel van 'koopjesjager' minder van toepassing is of moet zijn dan de rol van 'risicoanalyticus', maar zeker ook van de 'persoonlijk adviseur' en 'vertrouwenspersoon'. Zo wordt de tegenstelling in het handelen van de beleggingsadviseur zichtbaar. Deze bestaat eruit dat de particuliere belegger enerzijds actief gewaarschuwd en begeleid moet worden bij het beleggen en het

anderzijds in het belang van de financiële instelling en de beleggingsadviseur is dat de afhankelijkheid van de particuliere belegger wordt vergroot en een aanwezige asymmetrie in stand wordt gehouden. De financiële instelling zoekt met name de (emotionele) band met de cliënt op, terwijl de particuliere belegger voornamelijk een risicomanager zoekt voor zijn beleggingen.

Met de constatering dat de beleggingsadviseur diverse belangen dient, is niet gesteld dat de beleggingsadviseur hiermee onjuist zou omgaan. Relevant hierbij is welke waarden de beleggingsadviseur belangrijk vindt. Uit het onderzoek blijkt dat een meerderheid van de beleggingsadviseurs 'deskundigheid' belangrijk vindt, gevolgd door 'eerlijkheid' en 'onafhankelijkheid'. De waarde 'profijtelijkheid' wordt nauwelijks genoemd. Toch blijkt de waarde 'profijtelijkheid' wel degelijk een centrale rol te spelen bij een categorie beleggingsadviseurs. Voornamelijk beleggingsadviseurs van de grote financiële instellingen laten financieel-economische overwegingen nadrukkelijk meewegen in de wijze waarop zij omgaan met hun cliënten. De directieleden van de grote financiële instellingen noemen ook 'profijtelijkheid' als één van de drie belangrijkste waarden voor de beleggingsadviseur. Keren we terug naar de wijze waarop de beleggingsadviseur omgaat met de diverse belangen, dan blijkt dat een meerderheid van de beleggingsadviseurs stelt dat hun belangen overeenkomen met de belangen van de cliënt (een kwart van de beleggingsadviseurs stelt dat dit niet het geval is). Een ander beeld ontstaat zodra de werkgever bij de vraagstelling betrokken wordt. Met name de beleggingsadviseurs van de grote financiële instellingen zijn het namelijk in overgrote meerderheid oneens met de stelling dat de belangen van de werkgever nooit strijdig zijn met de belangen van de cliënten. Met andere woorden: deze beleggingsadviseurs zien een discrepantie tussen hun belangen en de belangen van de werkgever. Dat de belangen van de particuliere beleggers lang niet altijd voorop staan, blijkt uit de wijze waarop de beleggingsadviseur wordt aangesproken op respectievelijk de resultaten behaald *voor* zijn cliënten en de resultaten behaald *op* zijn cliënten. De beleggingsadviseurs worden frequent getoetst voor de resultaten die zij behalen *op* hun cliënten, waarbij met name de grote financiële instellingen dit (zeer) frequent doen. Anders ligt dit bij de resultaten behaald *voor* de cliënten. Toetsing op dit punt komt aanmerkelijk minder vaak voor, waarbij de grote financiële instellingen dit in een meerderheid zelden of nooit doen.

Daarbij lijkt de helft van de particuliere beleggers niet (volledig) overtuigd van de goede bedoelingen van de beleggingsadviseur. Opmerkelijk is dat beleggers met een kleine portefeuille in meerderheid denken dat de beleggingsadviseur er niet voornamelijk op is ingesteld om zoveel mogelijk transacties te verrichten.



### III De zorgplichtregels in theorie en praktijk

## 6 Zorgplicht in theorie

Bestond het behartigen van belangen van de particuliere belegger in het verleden voornamelijk uit het realiseren van financiële meerwaarde (zie § 2.2.2), binnen de eisen van de zorgplicht is dit slechts een klein aspect. De impliciete uitruil tussen de beleggingsadviseur en de maatschappij bestond eruit, dat indien de beleggingsadviseur financiële toegevoegde waarde zou bieden, de particuliere belegger zijn belangen behartigd zou zien. In tijden dat de financiële markten zich positief ontwikkelden, is deze uitruil gedoogd door zowel de maatschappij als de toezichthouders (en de politiek). Dat hierbij de beleggingsadviseur en diens instelling profiteerden, werd stil aanvaard. Zelfregulering binnen de effectenbranche werd dan ook toegestaan, indien de beleggingsadviseur zou handelen in het belang van de cliënt zonder het direct nastreven van persoonlijk gewin. Daar is recent een verandering in gekomen. Na de malaise op de financiële markten in de jaren 2000-2002 bleken veel particuliere beleggers, soms door onbezonnen speculaties, enorme bedragen verloren te hebben. Om dergelijke situaties te voorkomen werden regels geïntroduceerd die de belangen van de particuliere belegger moesten beschermen. De uitruil werd niet langer gedoogd.

### 6.1 Introductie tot het begrip ‘zorgplicht’

‘Zorg’ komt in de alledaagse taal op vier manieren voor. In de vorm van het werkwoord ‘zorgen’, als bijvoeglijk naamwoord in combinatie met een persoon (zorgzaam, bezorgd, zorgelijk) of als bijwoord bij een aantal werkwoorden: ‘met zorg’ of ‘zorgvuldig iets doen’. Ook bestaat het als zelfstandig naamwoord: ‘de zorg’ (Vorstenbosch, 2005: 20). Wordt aan ‘zorg’ het woord ‘plicht’ verbonden, dan ontstaat ‘zorgplicht’. Welke betekenis heeft dit begrip? Ontleden we het woord *zorgplicht* dan geeft het een gebrek aan vrijblijvendheid aan van een bepaald handelen of juist het nalaten van dit handelen. Aan de andere kant is

er het oogmerk dat in acht moet worden genomen bij dit verplicht handelen of nalaten: *de zorg*. De zorg is echter geen handeling. In de geest van het begrip 'zorg' komt het werkwoord 'zorgen dat' in beeld, welk werkwoord de betekenis draagt van het stellen van handelingen of het realiseren van situaties die voorwaarden scheppen. Hiermee wordt 'zorgplicht' de verplichting tot handelen of realiseren van situaties die voorwaarden scheppen. Zo ontstaat een plicht om voor een zwakkere te zorgen, een plicht die is opgelegd aan de sterkere en is vastgelegd in wetten, regels en richtlijnen.<sup>206</sup> Deze plicht behelst de zorg voor een ander, zodat deze niet het noodzakelijke ontbeert.

Er is ook een variëteit aan zorgrelaties die is gebaseerd op de verschillende sociale relaties die mensen onderhouden. Deze variëren van intieme, blijvende en levensbepalende relaties, tot incidentele en vluchtige relaties. Het karakter en de inhoud van zorgrelaties moeten steeds worden opgevat in overeenstemming met de aard van de relatie en de mogelijkheden en beperkingen die daarmee samenhangen. Bij deze zorg geldt steeds het beschermen, bewaren en bevorderen van de centrale waarde van deze relaties in een duurzaam proces van interpretatie, ontwikkeling en concretisering ervan. Het daadwerkelijk uitoefenen van een zorg voor de ander veronderstelt, in tegenstelling tot het strikt volgen van regels en verplichtingen, een belasting van de verzorger, daar het een houding is die aandacht, concentratie en beoordelingsvermogen vergt. De verzorgde moet eveneens in de gelegenheid zijn om een beroep te kunnen doen op hogere en complexere vermogens en vaardigheden (Vorstenbosch, 2005: 178).

Zorgplicht wordt in de praktijk nogal eens verward met zorgvuldigheid. Zorgvuldigheid geeft echter invulling aan een norm waaraan het handelen van een persoon of instelling moet voldoen,<sup>207</sup> waarbij in het Romeinse recht een aantal gradaties van zorgvuldigheid<sup>208</sup> zijn aangegeven (Lokin, 1989: 225-227). Zorgplicht is als begrip op een aantal manieren nader te onderscheiden. Zo zijn daar de informele zorgplicht en de formele zorgplicht. Met de informele zorgplicht wordt een beroep op de bedrijfs- en persoonlijke ethiek gedaan binnen het bedrijfsmatige handelen daar deze vaak niet juridisch afgedwongen kan worden.

206 Zie De Jong (2003: 29) die 'zorgplicht' omschrijft als "een gedragsregel die burgers, bedrijven en overheden opdraagt te zorgen voor de realisatie van bepaalde bredere maatschappelijke doelstellingen."

207 Zie in dit verband de uitspraak van de Raad van Discipline Arnhem van 29 januari 1996 (nummer 9703) waarbij zij oordeelt: "De advocaat dient de nodige zorgvuldigheid in acht te nemen bij het inlichten van en contact houden met zijn cliënt. Het onbeantwoord laten van brieven (...) is onbetamelijk en schendt het vertrouwen in de advocatuur."

208 *Custodia*: bewaring, grote mate van zorg. *Diligentia*: zorg, zorgvuldigheid. En *diligentia boni patris familias*: zorgvuldigheid van een goede huisvader. Zie voor 'goed huisvaderschap' Van Luyn en Du Perron (2004: 231-232) en KCD 01-08.

### III De zorgplichtregels in theorie en praktijk

Informele zorgplicht laat zich moeilijker beschrijven en analyseren dan de formele – juridische – zorgplicht. Formele zorgplicht wordt ingevuld door de Europese regelgeving, het Burgerlijk Wetboek, de gesloten overeenkomst, de toepasselijke algemene voorwaarden (zoals bijvoorbeeld artikel 2 Algemene Bankvoorwaarden), de Wet toezicht effectenverkeer 1995 en het Besluit toezicht effectenverkeer 1995, de Nadere Regeling gedragstoezicht effectenverkeer 2002 en de Gedragscode DSI. Naast de informele en de formele zorgplicht is het mogelijk de zorgplicht te onderscheiden in een brede en een smalle zorgplicht.<sup>209</sup> De brede zorgplicht omvat de verplichtingen tot het verstrekken van informatie en bepalingen over de wijze waarop een onderneming of instelling de overeenkomst met zijn klant uitvoert. De smalle zorgplicht heeft betrekking op de verantwoordelijkheid die een onderneming of instelling heeft bij de verkoop van of het advies over een product of dienst. Voorts is een algemene zorgplicht,<sup>210</sup> een verzwaarde of bijzondere zorgplicht<sup>211</sup> en een meervoudige zorgplicht<sup>212</sup> te onderscheiden (zie ook § 6.2). Zorgplicht heeft daarnaast vele gedaanten, maar blijkt opmerkelijk genoeg vaak een eenrichtingsfenomeen te zijn. Er is in de volksmond namelijk snel sprake van een plicht tot zorgen vanuit de organisatie of de overheid tegenover het individu, maar niet vaak omgekeerd. Er wordt niet vaak gesproken over een zorgplicht tussen individuen onderling. Terwijl deze er zeker wel is.<sup>213</sup>

In het zakelijk verkeer is er tussen partijen eveneens sprake van een zorgplicht. Een werkgever heeft de zorg voor de werknemersveiligheid die in een aantal wetten is vastgelegd, zoals in de Arbeidsomstandighedenwet, de Arbeidstijdenwet en de Wet op de gevaarlijke werktuigen. In deze wetten zijn voor gevaars- of gezondheidsbelastende situaties, specifieke gebods- en verbodsvoorschriften opgenomen die een werkgever moet naleven teneinde zijn werknemer te beschermen.<sup>214</sup> Binnen de zakelijke relatie tussen een deskundige en een niet-

209 Voor de basis van deze definitie is de toespraak van de heer B. ter Haar op het DSI-symposium van 26 oktober 2004 gebruikt.

210 In de Memorie van toelichting op de Wet financiële dienstverlening is in artikel 3.2.1 te lezen: “Op financiële dienstverleners rust een algemene zorgplicht jegens de consument vanwege de bijzondere risico's die voor een consument aan financiële producten kleven, de specifieke deskundigheid van financiële dienstverleners over deze risico's in verhouding tot de kennis van de consument en de bijzondere vertrouwensrelatie die vaak tussen de financiële dienstverlener en de consumenten bestaat. Een en ander betekent overigens niet dat de consument geen eigen verantwoordelijkheid heeft bij het maken van een keuze voor een financieel product.”

211 Zie Hof Leeuwarden 4 december 2002, JOR 2003/115 (A/Bank Bercoop) waar het begrip ‘bijzondere zorgplicht’ wordt gebezigd.

212 Zie Van Boom (2003:557).

213 Zo hebben ouders een zorgplicht voor hun kinderen. In artikel 1:247:1 BW is te lezen: “Het ouderlijk gezag omvat de plicht en het recht van de ouder zijn minderjarig kind te verzorgen en op te voeden.”

214 Zo is in art. 7:658 BW lid 1 en 2 bepaald dat de werkgever jegens de werknemer aansprakelijk is voor de schade die de werknemer in de uitoefening van de werkzaamheden lijdt, tenzij hij stelt en bewijst dat hij zijn zorgverplichtingen is nagekomen of dat de schade het gevolg is van opzet of bewuste roekeloosheid van de werknemer.



deskundige is eveneens een verplichting tot zorg te onderscheiden, bijvoorbeeld tussen een advocaat en zijn cliënt en een notaris en zijn cliënt.<sup>215</sup> De advocaat is bij uitstek een vertrouwensman voor zijn cliënt. Hij kan zijn taak alleen goed verrichten in het geval de cliënt hem alle mededelingen doet die voor de beoordeling en de behandeling van de zaak van belang zijn. Dit kan van de cliënt alleen worden verlangd, wanneer hij dat kan doen zonder daardoor enig risico te lopen. Zo is in de gedragsregels 1992 Orde van Advocaten artikel 1.2 te lezen: "In verband daarmee moet de advocaat met de grootst mogelijke zorgvuldigheid zijn geheimhoudingsplicht in acht nemen en gebruik maken van het hem toekomende verschoningsrecht." De advocaat dient de nodige zorgvuldigheid in acht te nemen, bij het inlichten van en contact houden met zijn cliënt.<sup>216</sup> Hij dient zich telkens weer af te vragen of hij wel in overeenstemming met de voor hem geldende wetten en regels handelt. Dit geldt zowel bij het aannemen van een nieuwe zaak, wanneer een nieuwe cliënt zich aandient, als ook tijdens de behandeling van de zaak. De bijzondere positie van de advocaat en het feit dat hem voorrechten zijn toegekend samenhangend met zijn functie in de rechtspleging, brengen met zich mee dat hij steeds zeer kritisch dient te zijn, zowel op het handelen van zijn cliënt als op zijn eigen doen en laten. Op handelen in strijd met deze zorgplicht wordt tuchtrechtelijk (en soms ook strafrechtelijk) gesanctioneerd. De verplichting van de advocaat te zorgen voor zijn cliënt is te vinden in artikel 3.1.2 van de gedragscode voor advocaten van de Europese Unie (6 december 2002): "De advocaat zal met spoed, gewetensvol en met ijver zijn cliënt adviseren en verdedigen. Hij aanvaardt persoonlijk de verantwoordelijkheid voor de taak, die hem is toevertrouwd. Hij houdt zijn cliënt op de hoogte van het verloop van de zaak waarmede hij belast is." Deze zorgplicht is in eerste aanleg begrensd. In de gedragsregels 6 lid 2 (4) en 30 (5) van 1992 is te lezen dat een vertrouwensrelatie met zich meebrengt dat een advocaat, zolang redelijke aanwijzingen van het tegendeel ontbreken, in beginsel mag afgaan op de juistheid van gegevens die hem door zijn cliënt worden verstrekt. Een advocaat heeft dus in het algemeen geen onderzoeksplicht en hij mag dergelijke gegevens in het kader van zijn dienstverlening aan de cliënt, met inachtneming van de gebruikelijke maatstaven van aanvaardbaarheid jegens derden, gebruiken. Zodra een advocaat zich evenwel bewust wordt van omstandigheden die gereede twijfel rechtvaardigen, zal hij een onderzoek moeten instellen naar de juistheid van de

<sup>215</sup> Vergelijk in dit verband Van der Korst (2003: 656), die stelt dat de vergunningvereisten alleen worden opgelegd aan de vergunninghouder zelf, de organisatie en niet aan degenen die in haar opdracht vermogensbeheer uitvoeren (of beleggingsadviezen geven, AL). Dit wijkt af van andere gereguleerde dienstverleners zoals advocaten, notarissen en registeraccountants. In deze gevallen is de geregistreerde dienstverlener de dienstverlenende natuurlijke persoon, zodat de wettelijke normeringen rechtstreeks voor hem/haar gelden.

<sup>216</sup> Zie Raad van Discipline Arnhem, nummer Advocatenblad 9703, 29 januari 1996.

### III De zorgplichtregels in theorie en praktijk

hem verstrekte gegevens (toelichting Richtlijnen ter voorkoming van betrokkenheid van de advocaat bij criminele handelingen (Bruyninckx-richtlijnen) artikel 3). Anders geformuleerd: de advocaat heeft zijn (zorg)verplichtingen naar de cliënt, maar wordt beschermd door een zekere mate van redelijkheid en billijkheid.

Op een andere functionaris, de notaris, rust een bijzondere vorm van zorgplicht. Juist doordat een particulier is aangewezen op de diensten van deze functionaris, rust er op hem een zware verantwoordelijkheid. Ondanks de prijsconcurrentie heeft een particulier geen alternatieven en kan hij niet om de dienst van de notaris heen. Daarbij kan een relatie met een notaris niet beschouwd worden als een volledige vertrouwensrelatie. De distantie tussen een cliënt en een notaris zal groter zijn dan bij een advocaat. Deze laatste treedt op namens de cliënt, terwijl de notaris zich onpartijdig dient op te stellen. In artikel 17:1 van de Wet op het notarisambt 1999 staat: “De notaris oefent zijn ambt in onafhankelijkheid uit en behartigt de belangen van alle bij de rechtshandeling betrokken partijen op onpartijdige wijze en met de grootst mogelijke zorgvuldigheid.” Hier is de handeling genormeerd door het woord ‘zorgvuldigheid’. In artikel 3:21.2 is weer gegeven welke handelingen niet verricht mogen worden: “De notaris is verplicht zijn dienst te weigeren, wanneer naar zijn redelijke overtuiging de werkzaamheid die van hem verlangd wordt leidt tot strijd met het recht of de openbare orde, wanneer zijn medewerking wordt verlangd bij handelingen die kennelijk een ongeoorloofd doel of gevolg hebben of wanneer hij andere gegronde redenen voor weigering heeft.” Daarbij is het verschil in kennis groot en is de mogelijkheid om deze lacune in kennis snel te dichten beperkt. Zo zijn er maar een beperkt aantal deskundigen die een particulier kunnen begeleiden bij de weg naar de notaris. In een arrest van de Hoge Raad (HR 23 december 1994, NJ 1996, 628) is de bijzondere positie van de notaris als volgt verwoord: “Bij de huidige stand van de rechtsontwikkeling ten aanzien van de omvang van de zorgplicht van notarissen jegens derden mocht het hof zich ertoe beperken aan te geven wanneer in de onderhavige zaak sprake zou kunnen zijn van jegens de schuldeisers van de bank onrechtmatig tekortschieten van de notaris.” Het stond het hof vrij het gedrag van de notaris te meten aan de daartoe door curatoren zelf aangereikte maatstaf, te weten: “indien de notaris heeft geweten of heeft moeten weten dat zijn medewerking aan het verlijden van de litigieuze transport- en hypotheekakten in het algemeen dan wel zijn medewerking aan het verlijden van één of meer van die litigieuze transport- en hypotheekakten ernstig gevaar voor insolventie van de bank zou meebrengen.” Deze maatstaf brengt terecht tot uitdrukking dat slechts onder bijzondere omstandigheden sprake kan

zijn van een zorgplicht van de notaris jegens derden. In een later arrest (HR 15 september 1995, NJ 1996, 629) oordeelt de Hoge Raad: “Het hof heeft kennelijk – en terecht – aangenomen dat de functie van de notaris in het rechtsverkeer hem onder bijzondere omstandigheden óók verplicht tot een zekere zorg voor de belangen van derden welke mogelijkwerijs zijn betrokken bij de door zijn cliënten van hem verlangde ambtsverrichtingen.”

## 6.2 De zorgplicht in de financiële sector

De Nederlandse overheid kiest ervoor om een individu in beginsel zoveel mogelijk autonoom beslissingen te laten nemen, waarbij marktwerking voorop staat. Toch kunnen er omstandigheden zijn waarbij een zwakkere (aanvullende) bescherming nodig heeft. Dit is het geval binnen de financiële sector, waar aan een deskundige een zorgplicht opgelegd is ter bescherming van de zwakkere binnen een zakelijke relatie. Deze bescherming kan op een aantal wijzen bereikt worden (Bovens, 1990: 25-27). Een vorm is *indirecte regulering*. Met juridische middelen kan de wetgever trachten de positie van de zwakkere partij te versterken. Hiertoe zijn met name het consumentenrecht, het arbeidsrecht en de onrechtmatige daad ingevoerd ter bescherming van de zwakkere in de samenleving (Van Schellen: 1980: 14-26; Dubbink, 1982: 18). Een voorbeeld van regelgeving ter bescherming van de zwakkere is de verplichte financiële bijsluiters.<sup>217</sup> Ook kan er sprake zijn van een *passieve interventie*. Hierbij wordt getracht een asymmetrie in kennis, ervaring of middelen tussen de instellingen en de consumenten op te heffen. Zo wordt de consument ondersteund met juridische kennis en middelen door de Wet rechtsbijstand on- en minvermogenenden. Verder is er de *ondersteuning door de belangenorganisaties*. Deze organisaties spelen heden ten dage in toenemende mate een belangrijke rol in het behartigen van de belangen van de zwakkere bij onderhandelingen met organisaties. Een voorbeeld is de stichting Leaseverlies en de stichting Leaseleed, die de belangen van de consumenten behartigen in hun procedure tegen een financiële instelling. Tot slot is er het *actieve en directe overheidsingrijpen*. Op vele terreinen tracht de overheid door directe regelgeving en controle het gedrag van organisaties en individuen

<sup>217</sup> Zie artikel 1d Nadere Regeling Financiële Bijsluiters 2002: een door een financiële onderneming aan een afnemer ter beschikking te stellen document waarin met betrekking tot een complex product informatie wordt gegeven over de essentiële kenmerken van het desbetreffende product.

### III De zorgplichtregels in theorie en praktijk

af te dwingen. Waarbij sinds de invoering van de Wet toezicht effectenverkeer in 1995 (Wte '95) er verdere invulling is gegeven aan het handelen van de beleggingsdeskundige. De verplichting tot de zorg voor de cliënt die rust op de effecteninstellingen die onder de Wte '95 vallen, komt nader tot uiting in artikel 24 a Besluit Toezicht effectenverkeer (Bte '95). Uit dit artikel blijkt: "Een effectenin- stelling houdt zich bij het verrichten van haar werkzaamheden aan door de toe- zichthouder te stellen regels die ertoe strekken dat de effectenin- stelling: a) Handelt in het belang van haar cliënten en de adequate functionering van de effectenmarkten." In de later geïntroduceerde Nadere Regeling gedragstoezicht effectenverkeer 2002 wordt in artikel 25 lid 1 de verplichting tot het handelen in het belang van de cliënt verder verscherpt met de zinsnede: "Een effectenin- stelling handelt in het belang van haar cliënten, geeft bij de uitvoering van de opdrachten van haar cliënten voorrang aan de belangen van cliënten boven haar eigen belang en onthoudt zich van handelingen die de adequate functionering van de effectenmarkten of het vertrouwen van beleggers daarin kunnen schaden."

De zorgplicht van de bank kan worden beschouwd als een verbijzondering van de hoofdregel in het burgerlijk recht, dat een overeenkomst mede wordt beheerst door de redelijkheid en billijkheid (zie o.m. HR 23 mei 1997, NJ 1998, 192, m.nt. C.J. van Zeben (Rabobank/Everaars) en artikel 6:248 BW).<sup>218</sup> De rela- tie tussen de particuliere belegger en de effectenin- stelling is een overeenkomst van opdracht zoals omschreven in artikel 400 van Boek 7 van het Burgerlijk Wetboek. De overeenkomst van opdracht is de overeenkomst<sup>219</sup> waarbij de ene partij, de opdrachtnemer, zich jegens de andere partij, de opdrachtgever, ver- bindt, anders dan op grond van een arbeidsovereenkomst, bepaalde werkzaam- heden te verrichten. Op deze opdrachtnemer rust, conform artikel 7:401 BW, de plicht van een goed opdrachtnemerschap. Dit goed opdrachtnemerschap en redelijkheid en billijkheid van het handelen wordt nader gespecificeerd in arti-

<sup>218</sup> Artikel 6:248 BW: "Een overeenkomst heeft niet alleen de door partijen overeengekomen rechtsgevolgen, maar ook die welke, naar de aard van de overeenkomst, uit de wet, de gewoonte of de eisen van redelijkheid en billijkheid voortvloeien." Lid 2: "Een tussen partijen als gevolg van de overeenkomst geldende regel is niet van toepassing, voor zover dit in de gegeven omstandigheden naar maatstaven van redelijkheid en billijkheid onaanvaardbaar zou zijn."

<sup>219</sup> Een contractuele relatie tussen een bank en een cliënt wordt niet alleen bepaald door een contract aangevuld met Algemene Bankvoorwaarden. Zij zal eveneens moeten worden uitgelegd en aangevuld, zoals dat voor alle contracten geldt. Dit zal moeten gebeuren volgens de Haviltex-formule (zie HR 13 maart 1981, NJ 1981, 635). In dat arrest heeft de Hoge Raad een formulering gegeven voor de uitleg van contractsbepalingen. Zij oordeelt: "de zin die partijen in de gegeven omstandigheden heen en weer redelijkerwijs aan deze bepalingen mochten toekennen en op datgene wat zij te dien aanzien redelijkerwijs van elkaar mochten verwachten. Daarbij kan mede van belang zijn tot welke maatschappelijke kringen partijen behoren en welke rechtskennis van hen kan worden verwacht." De overeenkomst tussen een bank- of effectenin- stelling en haar cliënt zal volgens deze maatstaf moeten worden uitgelegd.

kel 2 van de Algemene Bankvoorwaarden,<sup>220</sup> waarbij deze voorwaarden beschouwd kunnen worden als een meerzijdige zelfregulering (Filott, 1997: 3). Dit artikel luidt: “De bank dient bij haar dienstverlening de nodige zorgvuldigheid in acht te nemen. Zij zal daarbij naar beste vermogen met de belangen van de cliënt rekening houden, met dien verstande dat zij niet gehouden is gebruik te maken van haar bekende niet-openbare informatie, waaronder koersgevoelige informatie.” Dat de bank een bijzondere maatschappelijke positie bekleedt, blijkt uit een arrest van de Hoge Raad (HR 9 januari 1998, NJ 1999, 285). Hierin bevestigt zij: “Het hof heeft terecht geoordeeld dat de maatschappelijk functie van banken een bijzondere zorgplicht meebrengt, zowel jegens haar cliënten uit hoofde van de met hen bestaande contractuele verhoudingen, als ten opzichte van derden, met wiens belangen zij rekening hoort te houden op grond van hetgeen volgens ongeschreven recht in het maatschappelijke verkeer betaamt.”

Op basis van de bovengenoemde regelgeving en de jurisprudentie kan het begrip ‘zorgplicht’ binnen de financiële sector nog niet eenduidig worden vastgesteld, laat staan worden genormeerd. De zorgplicht zou kunnen worden beschouwd als ‘een situatie waarbij de deskundige partij die beroepsmatig dient op te treden, hierbij bewust handelt of dit nalaat, teneinde de belangen van een particuliere belegger zo goed mogelijk te behartigen.’ De mate van inspanning van de deskundige partij is direct afhankelijk van het opgestelde cliënten- en/of risicoprofiel van de particuliere belegger, de gebruikte dienst en het ingezette beleggingsinstrument. De wederzijdse verwachtingen en verplichtingen zijn hierbij bij voorkeur vastgelegd. In de praktijk blijkt dat de invulling van de zorgplicht open en zelfs elastisch is en zodoende afhankelijk is van de toepasselijke wet- en regelgeving én de (individuele) omstandigheden van het geval. Deze open normering maakt dat de financiële instellingen drukdoende zijn om de reikwijdte van de zorgplicht te toetsen. Dit gebeurt onder invloed van de wet- en regelgevers, maar ook door de mondige particuliere belegger die het voeren van een juridische procedure niet schuwt (zie § 7.2.2). Om te kunnen voldoen aan de zorgplicht is het relevant inzicht te verkrijgen in de belangen en de motie-

220 De Algemene Bankvoorwaarden zijn tot stand gekomen in het jaar 1988 onder auspiciën van de Commissie voor Consumentenangelegenheden van de Sociaal-economische Raad en op basis van overleg tussen delegaties van banken, de Consumentenbond en Konsumenten Contact. Tot eind 1995 is er tussen de partijen opnieuw overleg gevoerd over een nieuwe versie van de Algemene Bankvoorwaarden. Ditmaal is er niet een volledige overeenstemming geweest tussen de banken en de Commissie. Met name de artikelen 3, 10 en 31 van de Algemene Bankvoorwaarden 1996 zijn een struikelblok gebleken. Deze drie artikelen beperken de aansprakelijkheid van de banken. Hierbij waren de banken van mening dat de aansprakelijkheid te ver doorvoerde. De Consumentenbond stelde als reactie in de preambule: “De Consumentenbond begrijpt de consequenties die een verregaande aansprakelijkheid voor het bankbedrijf met zich mee kan brengen, maar kan zich vanuit zijn eigen verantwoordelijkheid niet verenigen met de in die artikelen opgenomen aansprakelijkheidsbeperkingen. In overleg met de Consumentenbond is evenwel wederzijds benadrukt, dat heel duidelijk moet zijn dat de zorgplicht van de bank zoals neergelegd in artikel 2 van de voorwaarden te allen tijde voorop staat en dat clausules die aansprakelijkheid beperken, daaraan geen afbreuk doen.” Zie ook Slagter (1999: 7-24).

### III De zorgplichtregels in theorie en praktijk

ven van de particuliere belegger om zich te begeven op de kapitaalmarkt. Simplistisch zouden de motieven van de belegger kunnen worden omschreven als een poging een hoog rendement te behalen op het geïnvesteerde vermogen binnen beredeneerde en geaccepteerde risicogrenzen.<sup>221</sup> Op deze wijze zou de particuliere belegger afgeschilderd kunnen worden als een naar eigen voordeel strevende mens: een *Homo oeconomicus* (zie hierover ook: Willemsen, 1992: 201).

In de praktijk lijkt deze omschrijving maar ten dele correct; de mens zit vaker in een afhankelijke positie dan in een positie waarbij er macht kan worden uitgeoefend over anderen. Dit geldt evenwel voor veel particuliere beleggers. Deze afhankelijkheid ontleent haar bestaan aan een gebrek aan kennis, informatie of ervaring met beleggen, een gebrek aan tijd of een gebrek aan middelen. Objectieve kwaliteitswaarborgen zijn er *ex ante* nauwelijks (zie ook conclusies hoofdstuk 15). Vanuit deze optiek is het in eerste aanleg te verdedigen dat op aanbieders van beleggingsproducten en voor bemiddelaars in effecten een verzwaarde zorgverplichting van toepassing is. De reikwijdte van die zorgplicht hangt af van de omstandigheden van het geval. Bij beleggingsadvisering is op basis van regelgeving en jurisprudentie de zorgplicht in een aantal verplichtingen te specificeren. Volgens De Koning (1999: 32) behelst de zorgplicht een *onderzoeksplicht* en een *informatieplicht*. Hier zouden drie dimensies aan toegevoegd dienen te worden: een *waarschuwingplicht*, een *onthoudingsplicht* en een *actieplicht*. De plicht tot waarschuwen komt voort uit een aantal uitspraken. Zo kan worden gerefereerd aan uitspraak KCD 2002-42, waarin de Klachtencommissie DSI oordeelt dat de financiële instelling in bepaalde omstandigheden een actieve – schriftelijke – waarschuwingverplichting heeft tegenover haar particuliere beleggers. Het blijft echter niet altijd bij waarschuwen. Ook kan de plicht tot het onthouden van handelingen tot de zorgplicht gerekend worden. Artikel 29 lid 1 Nadere Regeling gedragstoezicht effectenverkeer 2002 leert dat de financiële instelling zich dient te onthouden van het uitvoeren van transacties voor rekening van cliënten met een zodanige frequentie of van een zodanige omvang dat dit gezien de omstandigheden kennelijk slechts strekt tot bevoordeling van de effecteninstelling, tenzij sprake is van transacties waarvoor de cliënt op eigen initiatief uitdrukkelijk opdracht heeft gegeven. Voorts dient de financiële instelling zich te onthouden van het in rekening brengen van onevenredig hoge commissies of andere vergoedingen. In artikel 28 lid 4 Nadere Regeling gedragstoezicht effectenverkeer 2002 is vervolgens expliciet een actieplicht

<sup>221</sup> Hierbij moet duidelijk zijn wat het begrip 'risico' betekent. Het duidt de kans aan dat een van tevoren verwacht rendement (koerswinst, rente en/of dividend) afwijkt van de realiteit. In de volksmond wordt risico gepercipieerd als het behalen van een potentieel financieel verlies.

vastgelegd. In het geval er een overschrijding van de dekkingsverplichting ten aanzien van de marginverplichting ontstaat, dient na een termijn van vijf dagen door de financiële instelling actief opgetreden te worden ten einde dit tekort teniet te doen. Als het gaat om de bijzondere plicht tot actie is het arrest van de Hoge Raad inzake marginverplichtingen bij de optiehandel interessant (HR 26 juni 1998, NJ 1998, 660 m.nt. C.J. van Zeben; Van de Klundert/Rabobank). De Hoge Raad overweegt hier in zijn arrest: "Wanneer een bij de handel in opties bemiddeling verlenende effecteninstelling opdrachten van haar particuliere cliënten tot het uitvoeren van optietransacties ontvangt, is de effecteninstelling als professionele en op dit terrein bij uitstek deskundig te achten dienstverlener tot een bijzondere zorgplicht gehouden, gelet op de zeer grote risico's die aan dergelijke transacties verbonden kunnen zijn." Zie in dit verband ook de uitspraak van het Hof Leeuwarden (4 december 2002, JOR 2003/115, A/Bank Bercoop). Niet iedere omstandigheid brengt een verzwaarde zorgplicht met zich mee. De Koning (1999: 32) bezigt twee maatstaven voor de mate van zorgplicht. Hierbij stelt hij dat hoe geringer de kennis van de cliënt hoe groter de zorgplicht van de bank moet zijn. Voorts voert hij een tweede maatstaf aan: het risico dat de cliënt loopt. Hoe hoger het risico dat de cliënt loopt, des te groter is de zorgplicht van banken. Afgezien van het feit dat de vereiste zorgplicht niet omgekeerd evenredig kan worden gesteld aan de beleggingskennis of ervaring van de particuliere belegger, gaat De Koning (1999) voorbij aan het feit dat 'risico' altijd een relatief begrip is. De vraag is hoe 'risico' wordt gedefinieerd, waarbij het gerelateerd zou moeten worden aan de risicobereidheid van de cliënt. Het begrip 'risico' is derhalve relatief te noemen en mede afhankelijk van de genoten opleiding, de (beleggings)ervaring, de (toekomstige) financiële positie en de beleggingshorizon. Op die grond kan het begrip risico alleen in direct verband gezien worden met deze factoren en is dit niet een op zichzelf staand, laat staan geobjectiveerd, begrip.

### 6.3 Reikwijdte van de zorgplicht van de beleggingsadviseur

Hoe krijgt het werkwoord 'zorgen' in de praktijk vorm? Eerder is gesteld dat de zorgplicht niet eenduidig te normeren is en zelfs elastisch is. Wel is het mogelijk om op grove wijze de reikwijdte van de zorgplicht binnen de effectendienstverlening vast te stellen. Hiertoe dienen vijf aspecten in ogenschouw te worden genomen:



## III De zorgplichtregels in theorie en praktijk

- de individuele omstandigheden<sup>222</sup> die de belegger betreffen;
- de soort dienst die de bank aanbiedt en door de cliënt wordt afgenomen;
- de specifiek (publiekrechtelijke) voorschriften waarin staat hoe in bepaalde situaties moet worden gehandeld;
- specifieke – individuele – afspraken die onderdeel uitmaken van de overeenkomst tussen een cliënt en de financiële instelling;
- het aanwezig zijn van een causaal verband tussen de ontstane schade als gevolg van het onzorgvuldig handelen in het specifieke geval enerzijds en de schade ontstaan door de gevolgen van het optreden van generieke risico's anderzijds. Hiermee wordt bedoeld dat het niet zorgvuldig nakomen van de zorgplicht niet direct tot een grotere schade hoeft te lijden. Zo kan een weging groter dan 33,3% direct of indirect in een specifiek fonds op zichzelf een kleinere schade veroorzaken dan in het geval in een goed gespreide portefeuille belegd zou zijn.<sup>223</sup>

Alhoewel een adviseur zich aan weinig specifieke regels hoeft te houden, is er wel een generiek juridisch kader dat op hem van toepassing is.<sup>224</sup> Allereerst is daar het Burgerlijk Wetboek. Artikel 7:401 BW bepaalt dat de opdrachtnemer bij zijn werkzaamheden de zorg van een goed opdrachtnemer in acht moet nemen. Van Setten (1998: 173 e.v.) voegt daaraan toe dat in dit artikel het adagium van artikel 1374 lid 3 BW (oud) moet worden gelezen, waarin men dient te handelen met inachtneming van de eisen van redelijkheid en billijkheid. Artikel 6:194 BW<sup>225</sup> geeft aan in welke omstandigheden een persoon bij het uitoefenen van zijn beroep of bedrijf onrechtmatig handelt. In een arrest (HR 9 november 1990, NJ 1991, 26) geeft de Hoge Raad zijn oordeel over het handelen van een professio-

222 De Hoge Raad (HR 26 juni 1998, NJ 1998, 660 m.nt. C.J. van Zeben; Van de Klundert/Rabobank) oordeelt in een zaak inzake marginverplichtingen bij optiehandel dat de omvang van de zorgplicht afhangt van de omstandigheden van het geval, waaronder de eventuele deskundigheid van de belegger, diens inkomens- en vermogenspositie, de vraag of de bank heeft toegezien op de naleving van de marginverplichting en de belegger daarover regelmatig heeft ingelicht, en de vraag of de bank na het ontstaan van margintekorten terstond aanvullende dekking heeft gevraagd.

223 Hier refererende aan een regel die de Klachtencommissie DSI ten aanzien van de minimale spreiding binnen een portefeuille heeft gebezigd. Zie o.a. uitspraak KCD 2002-79.

224 Vergelijk in dit verband Bear en Maldonado-Bear (2001: 5) die stellen dat in de effectenbranche in de Verenigde Staten het algemene gevoel leeft: 'een regel is een regel'. Zie ook Soros (1998: 196-197): "As an anonymous participant in financial markets, I never had to weigh the social consequences of my actions. I was aware that in some circumstances the consequences might be harmful but I felt justified in ignoring them on the grounds that I was playing by the rules. (...) I was guided by only one consideration: to maximize my profits by weighing the risks against rewards. (...) The fact remains that anonymous market participants are largely exempt from moral choices as long as they play by the rules."

225 Hij die omtrent goederen of diensten die door hem of degene ten behoeve van wie hij handelt in de uitoefening van een beroep of bedrijf worden aangeboden, een mededeling openbaar maakt of laat openbaar maken, handelt onrechtmatig, indien deze mededeling in een of meer opzichten misleidend is, zoals ten aanzien van: a) de aard, samenstelling, hoeveelheid, hoedanigheid, eigenschappen of gebruiksmogelijkheden, b) de herkomst, de wijze op het tijdstip van vervaardigen, c) de omvang van de voorraad, d) de prijs of de wijze van berekenen daarvan, e) de aanleiding of het doel van de aanbieding, f) de toegekende onderscheidingen, getuigenschappen of andere door derden uitgebrachte beoordelingen of gedane verklaringen, of de gebezigde wetenschappelijke of vaktermen, technische bevindingen of statistische gegevens, g) de voorwaarden, waaronder goederen worden geleverd of diensten worden verricht of de betaling plaatsvindt, h) de omvang, inhoud of tijdsduur van de garantie, i) de identiteit, hoedanigheden, bekwaamheid of bevoegdheid en degene door wie, onder wiens leiding of toezicht of met wiens medewerking de goederen zijn of worden vervaardigd of aangeboden of de diensten worden verricht.



nele opdrachtnemer. Van een professionele opdrachtnemer (in casu een specialist) mag de zorgvuldigheid van een redelijk bekwaam en redelijk handelend vakgenoot worden verwacht en tot maatstaf worden genomen. In zijn arrest van april 1991 (HR 26 april 1991, NJ 1991, 455) overweegt de Hoge Raad: “Daarbij heeft de rechtbank tot uitgangspunt genomen dat er alleen sprake is van wanprestatie als een redelijk handelend – waarmee de rechtbank bedoelt: een redelijk bekwaam en redelijk handelend – vakgenoot dit advies niet zou hebben gegeven.”<sup>226</sup>

In het geval dat een persoon beweert of suggereert een probleem van een ander op te lossen, zal deze moeten instaan voor de juistheid en volledigheid van die bewering of suggestie en de kwaliteit hiervan moeten bewaken. Deze pretenties bestaan ten eerste uit het onderkennen van de asymmetrie in kennis en/of ervaring en/of middelen tussen de opdrachtnemer en de particuliere cliënt. Ten tweede suggereert de opdrachtnemer dat hij de verantwoordelijkheid voor de voorbereiding voor het maken van een afgewogen keuze al dan niet geheel kan overnemen van de cliënt. Dit, al dan niet gedeeltelijk overnemen van de voorbereiding van de keuze, suggereert ten derde, dat dit in het belang dient te zijn van de cliënt. En ten vierde zal de cliënt ervan uitgaan dat de expertise die wordt geëtaleerd, volledig zal worden ingezet om zijn belangen te dienen. Ter normering heeft de overheid randvoorwaarden<sup>227</sup> opgesteld om te kunnen spreken van ‘een goed advies’. Dit is gebeurd in een poging de vrijblijvendheid en de grote vrijheid van handelen van de adviseur in te perken. In artikel 32 van de Wet financiële dienstverlening wordt een aantal criteria voor een goed advies gegeven. Zo wordt gesproken over het inwinnen van informatie in het belang van de consument over diens financiële positie, kennis, ervaring, doelstellingen en risicobereidheid, voor zover dit redelijkerwijs relevant is voor het advies. In het gegeven advies moet er, voor zover redelijkerwijs mogelijk, rekening worden gehouden met deze informatie. Daarbij licht de adviseur de overwegingen toe die ten grondslag liggen aan zijn advies, althans voor zover dit nodig is voor een goed begrip van het advies. Voorts wordt gesteld dat bij zogenaamde ‘impactvolle adviezen’<sup>228</sup> het gegeven advies reconstrueerbaar<sup>229</sup> moet zijn. Vergelijk de situ-

<sup>226</sup> Zie HR 26 april 1991, NJ 1991, 455 en conclusie voor en noot bij HR 28 juni 1991, NJ 1992, 420. Zie voorts de uitspraken KCD 2001-110, 2001-184, 2001-229, 2001-253, 2004-03.

<sup>227</sup> Zie Wettekst Wet financiële dienstverlening, artikel 32 leden 1 en 2: “1. Indien de financiële dienstverlener een consument adviseert: a. wint hij in het belang van de consument informatie in over diens financiële positie, kennis, ervaring, doelstellingen en risicobereidheid, voor zover dit redelijkerwijs relevant is voor het advies; b. draagt hij er zorg voor dat zijn advies, voor zover redelijkerwijs mogelijk, rekening houdt met de onder a. bedoelde informatie; c. licht hij de overwegingen toe die ten grondslag liggen aan het advies, voorzover dit nodig is voor een goed begrip van het advies. 2. Indien de financiële dienstverlener bij het verlenen van een financiële dienst aan een consument deze niet adviseert, maakt hij dat bij aanvang van de dienstverlening aan deze kenbaar.”

<sup>228</sup> Adviezen inzake producten waarbij een fout advies grote (financiële) consequenties kan hebben voor de consument.

<sup>229</sup> Zie bijlage bij brief AFM aan de Minister van Financiën d.d. 9 juli 2004 (kenmerk BEL-HAMa-04070433).

### III De zorgplichtregels in theorie en praktijk

atie in het Verenigd Koninkrijk. Hier is de toezichthouder (FSA) na het testen van meerdere normeringen, tot een duidelijke inhoudelijke normering gekomen voor het advies. De adviseur voldoet hier niet aan zijn wettelijke plicht tot het geven van *best advice*, wanneer er een algemeen verkrijgbaar financieel product is dat beter tegemoet zou komen aan de behoeften van de afnemer. Voor een onafhankelijke adviseur die deel uit maakt van een financieel conglomeraat dat zelf financiële producten op de markt brengt, werd zelfs een *better than best*-regel aangevaard (FIMBRA rule F29.7 (2) FSA). Deze regel stelt: “You must not advise a client to buy a packaged product issued or operated by a connected person of yours or its marketing group associate, if you are aware of a generally available packaged product which is not a product of such a person or associate and which would meet his needs as well as the product of that person or associate.”<sup>230</sup>

Ook binnen de financiële sector zijn er bepaalde mores die van toepassing zijn op de relatie tussen een cliënt en de adviseur. Het Dutch Securities Institute heeft in haar Code of Conduct enkele normeringen geëxpliciteerd, waaraan cliënten hun adviseurs kunnen houden. In artikel 7 van het Algemeen Reglement DSI is opgenomen dat de geregistreerde zijn kennis en deskundigheid op peil zal houden en verbeteren. Zo dient de beleggingsdeskundige conform artikel 7.2.4 een evenwichtig en deugdelijk gemotiveerd beleggingsadvies, gebaseerd op feiten van materieel belang, te verstrekken. De DSI-geregistreerde zal, om mogelijke misleiding te voorkomen, steeds melding maken aan zijn cliënt van belangrijke feiten of omstandigheden die met zijn advies in conflict zijn.

## 6.4 De eigen verantwoordelijkheid van de particuliere belegger

Beleggingsinstellingen bestaan van het verstrekken van beleggingskansen, niet van het waarschuwen voor de risico's die gepaard gaan met deze kansen. Wijzen op risico's behoort niet tot de kerntaak van het beleggen; het heralloceren van kapitaal. Zo zullen banken ook een ondernemer niet proactief waarschuwen tegen diens voornemen een nieuwe onderneming te starten. Pas zodra het belang van de bank in het gedrang komt, zal zij de ondernemer gaan waarschu-

<sup>230</sup> Zie ook The Financial Services Authority - CP166: Reforming Polarisation: Removing the barriers to choice - Including feedback on CP121, January 2003.

wen. De jurisprudentie leert dat een beleggingsadviseur wel degelijk proactief (schriftelijk) dient te waarschuwen voor bepaalde risico's. Kan de particuliere belegger beschouwd worden als een ondernemer die tracht via het lopen van risico een risicopremie te ontvangen? En zou het mislukken van het 'ondernemen' beschouwd kunnen worden als iets dat bij ondernemen hoort? Een vergelijking tussen een ondernemer en een particuliere belegger gaat niet eenvoudig op. Zo zal een startende ondernemer zich in veel gevallen goed laten voorlichten en veel huiswerk verrichten. Een ondernemer accepteert *ex ante* de risico's van ondernemen, zeker gezien het feit dat ondernemen door velen standaard geassocieerd wordt met het aangaan van onzekerheden. Er is ook niemand die stelt dat ondernemen risicoloos is. Financiële instellingen stellen doorgaans niet dat beleggen risicoloos is, maar creëren wel producten waarmee zij dit pretenderen, hetgeen bijdraagt aan een vertroebelde blik op het spectrum van beleggen.

De wetgever heeft ervoor gekozen om in de rechtsverhouding tussen de effecteninstelling en de particuliere belegger alleen verplichtingen aan de eerstgenoemde op te leggen ('t Hart, 2005: 125-126). De particuliere belegger moet tot op zekere hoogte bescherming genieten om niet in zijn belangen geschaad te worden. Met deze vaststelling is de particuliere belegger nog niet ontslagen van de eigen verantwoordelijkheid voor zijn handelen. Het is zonder een eigen verantwoordelijkheid van de particuliere belegger onmogelijk een groei in kennis en middelen te realiseren. Innovaties zouden, door risicomijdend gedrag van de tegenpartij, immers niet meer gedaan worden. De mate van maatschappelijk vertrouwen in een dienst staat of valt met de verantwoordelijkheid van de mensen als individuen zodra zij 'onder behandeling zijn'. Sociale of omgevingsfactoren kunnen ook voor een *bias* zorgen in het differentiatieproces. Van cliënten met een hoge economische opleiding zal eerder verwacht worden dat zij mondig zijn, dan van een laagopgeleide cliënt. Van een jongeman zal wellicht eerder verwacht worden dat hij enig inzicht heeft in de risico's van het beleggen, dan van een oudere dame.<sup>231</sup> Uit onderzoek (Dahl, 1960: 29, 35) blijkt dat mensen die de beschikking hebben over bijvoorbeeld financiële middelen, status, informatie en expertise, in de praktijk meer macht hebben over anderen en deze inzetten in hun persoonlijk voordeel.

<sup>231</sup> Vergelijk voor het effect van 'preoccupatie' Emerson (1969: 279-285). Uit diens onderzoek blijkt dat kinderrechtshouders hun strafmaat vaststellen op basis van de waardigheid van de verdachte.

## III De zorgplichtregels in theorie en praktijk

Vanzelfsprekend is het belangrijk te realiseren dat cliënten tot op zekere hoogte verantwoordelijk zijn voor hun handelen. De Hoge Raad legt een duidelijke restrictie aan de eigen verantwoordelijkheid van de belegger in het Kouwenberg-arrest (HR 11 juli 2003, NJ 2005, 103 m.nt. C.E. du Perron, JOR 2003/199, m.nt. K. Frielink): “Deze zorgplicht – die naar zijn aard tot strekking heeft de cliënt te beschermen tegen het gevaar van eigen lichtvaardigheid of gebrek aan inzicht, zodat, indien dat gevaar zich verwezenlijkt, bij de toepassing van de in artikel 6:101 BW opgenomen maatstaf, fouten van de cliënten die uit die lichtvaardigheid of dat gebrek aan inzicht voortkomen in beginsel minder zwaar wegen dan fouten van de bank waardoor deze in die zorgplicht is tekortgeschoten (HR 23 mei 1997, NJ 1998, 192) – vloeit voort uit hetgeen de eisen van redelijkheid en billijkheid, naar de aard van de contractuele verhouding tussen een bank en haar particuliere cliënten, meebrengen.” Daarbij moet in acht worden genomen dat er omstandigheden kunnen zijn waarbij de financiële instelling zich ervan moet vergewissen dat de cliënt de verkregen informatie ook juist interpreteert.<sup>232</sup>

De eigen verantwoordelijkheid van de belegger kan de verplichting tot schadevergoeding (gedeeltelijk) wegnemen.<sup>233</sup> Ook kan de belegger door niet te protesteren stilzwijgend instemmen met de handelwijze van de adviseur.<sup>234</sup> Mocht er een handeling plaatsvinden waarin de particuliere belegger zich niet kan vinden, dan is er in beginsel een schadebeperkingsplicht van toepassing.<sup>235</sup> Waarbij de opmerking moet worden gemaakt dat de Hoge Raad (HR 23 mei 1997, NJ 1998, 192) een soortgelijke richtlijn heeft geformuleerd ten aanzien van de zorgplicht van de effecteninstelling om de marginverplichtingen van de particuliere belegger adequaat te bewaken (‘t Hart, 2005: 127). Deze heeft tot gevolg dat, wanneer er schade ontstaat die is toe te rekenen aan een ander, degene die schade lijdt, alles zal moeten doen om de schade zoveel mogelijk te beperken. Doet de belegger dat niet, dan is schade vanaf het moment dat hij had kunnen ingrijpen, voor

<sup>232</sup> Zie ook uitspraak Rechtbank Utrecht van 4 januari 2006, (Vereniging Consument & Geldzaken/AEGON), LJN: AU 8964, 4 januari 2006. In deze uitspraak wordt een aanvullende eis gesteld: “Naar het oordeel van de rechtbank laat echter onverlet dat, juist gelet op de aard van het product en de wijze van aanbieden, op Spaarbeleg een zorgplicht rust om te verifiëren of de potentiële deelnemer zich in voldoende mate de risico’s van het product gelet op zijn individuele beleggingsdoelstelling heeft gerealiseerd.”

<sup>233</sup> Zie over de eigen verantwoordelijkheid van de particuliere belegger en het voldoen aan de marginverplichting Van Boom (2003: 560 e.v.).

<sup>234</sup> Zie KCO 96-20.

<sup>235</sup> Zie hiertoe artikel 6:101 BW, waar in het eerste lid is bepaald dat, wanneer schade mede een gevolg is van een omstandigheid die aan de benadeelde (particuliere belegger) kan worden toegerekend, de schadeverplichting van de financiële instelling wordt verminderd door de schade over de benadeelde belegger en de vergoedingsplichtige financiële instelling te verdelen in evenredigheid met de mate waarin de aan iedere toe te rekenen omstandigheden tot de schade hebben bijgedragen.

zijn eigen rekening en risico, terwijl winsten vanaf dat moment in de praktijk veelal in mindering worden gebracht op de eventuele schadevergoeding (althans in het geval de winsten toe te rekenen zijn aan het schenden van de zorgplicht dient verrekening plaats te vinden). Volgens De Koning (1999: 20) is de omvang van de zorgplicht mede afhankelijk van de deskundigheid van de cliënt.<sup>236</sup> Hij stelt terecht dat bij een deskundige cliënt gesproken kan worden van eigen schuld van de cliënt. Hij vervolgt met de opmerking dat de regelgeving ten aanzien van de zorgplicht weliswaar uniform is, terwijl de uitvoering pluriform is.<sup>237</sup> De mate van kennis, ervaring en middelen spelen hierbij een rol, maar ook bijzondere omstandigheden van het geval.<sup>238</sup> Echter, de tweede opmerking van De Koning wordt niet gevolgd. Hierbij gebruikt De Koning (1999: 20) niet de definities 'aansprakelijkheid' en 'verantwoordelijkheid'. Hij spreekt over 'eigen schuld'. Hier is tegen in te brengen dat een ieder in beginsel verantwoordelijk is voor zijn handelen, ook een ondeskundige belegger. Daarbij is deskundigheid op het gebied van beleggen arbitrair. 't Hart (2005: 130) onderscheidt twee vormen van deskundigheid op het gebied van beleggen. Bij de eerste vorm van deskundigheid is er sprake van een inzicht en een bewustzijn van de beleggingsrisico's die men loopt. Daarbij zijn niet alleen kennis en inzicht relevant, maar ook de wijze waarop deze kennis en inzicht worden ingezet bij het handelen ernaar.<sup>239</sup> Een tweede vorm is die waarbij er gesproken kan worden van andere vormen van deskundigheid, zoals (auto)didactiek (van de beleggingstheorie en techniek) en beleggingservaring. 't Hart (2005: 130) stelt dat met name de eerste vorm van deskundigheid ertoe kan bijdragen dat op de instelling een lichte of

236 Zie uitspraak kantonrechtbank 's-Gravenhage, 25 november 2004, LJN: AR 6596. De kantonrechter kwam tot het oordeel dat de instelling de informatie die over de aangeboden dienst werd verstrekt, diende af te stemmen op het deskundigheidsniveau van de belegger. Zie ook uitspraak Rechtbank Rotterdam van 27 augustus 2003 (JOR 2003/238 m.nt. K. Frielink) waarin de rechter de deskundigheid die de belegger over de zogenaamde 'Premelaar beleggingsmethode' bezat, niet zodanig inschatte dat deze van invloed diende te zijn op de omvang van de zorgplicht. De rechtbank oordeelde dat de instelling de belegger bij aanvang van de relatie had moeten waarschuwen voor de specifieke risico's verbonden aan de beleggingsmethode.

237 Zoals gesteld kan met deze regelgeving het begrip 'zorgplicht' niet eenduidig vastgesteld worden of nader genormeerd worden.

238 In uitspraak KCD 05-156 oordeelt de Commissie in een klacht van een particuliere belegger tegen een financiële instelling. Deze belegger was *market maker* van beroep. Bij de financiële instelling belegde deze persoon agressief en met geleend geld. Ondanks de aanwezigheid en veronderstelde deskundigheid van deze belegger komt de Commissie tot het oordeel dat er schriftelijk had moeten worden gewaarschuwd door de instelling voor de risico's die de belegger liep. Zie ook HR 11 juli 2003, LJN AF7419: "Deze zorgplicht – die naar zijn aard tot strekking heeft de cliënt te beschermen tegen het gevaar van eigen lichtvaardigheid of gebrek aan inzicht, zodat, indien dat gevaar zich verwezenlijkt, bij de toepassing van de in art. 6:101 BW opgenomen maatstaf fouten van de cliënt die uit die lichtvaardigheid of dat gebrek aan inzicht voortkomen in beginsel minder zwaar wegen dan fouten van de bank waardoor deze in die zorgplicht is tekortgeschoten (HR 23 mei 1997, nr. 16250, NJ 1998, 192) – vloeit voort uit hetgeen de eisen van redelijkheid en billijkheid, naar de aard van de contractuele verhouding tussen een bank en haar particuliere cliënten, meebrengen."

239 Vergelijk Shapira (1995: 28) die stelt: "Looking at the three aspect – the definition of risk, attitudes toward risk, and dealing with risk – one cannot avoid noticing a clear difference between the tenets of the classical approach and the ways people define risk, develop attitudes toward risk, and deal with it."

### III De zorgplichtregels in theorie en praktijk

zelfs geen zorgplicht rust.<sup>240</sup> Hetgeen getoetst zou kunnen worden met behulp van een verplichte beleggingstoets (zie § 8.4).<sup>241</sup>

## 6.5 Concrete zorgplichtregels

Met welke zorgplichtregels heeft de beleggingsadviseur in de praktijk van doen? Hieronder zijn zeven relevante regels en verplichtingen omschreven die van belang zijn bij het voldoen aan de zorgplicht. Deze regels en verplichtingen zijn gebaseerd op de Nadere Regeling gedragstoezicht effectenverkeer 2002, de jurisprudentie van de burgerlijke rechter en de uitspraken van de Klachtencommissie DSI. De empirische werking van deze regels en verplichtingen wordt in de hoofdstukken 8, 9 en 10 nader geanalyseerd.

### 6.5.1 Het opstellen van het cliënten- en/of risicoprofiel

De Autoriteit Financiële Markten heeft de financiële instellingen de verplichting tot het opstellen van een cliëntenprofiel<sup>242</sup> opgelegd. Als gevolg van een wijziging<sup>243</sup> in de effectenwetgeving is iedere effecteninstelling verplicht ten behoeve van iedere cliënt een profiel op te stellen en vast te leggen. Om te voldoen aan deze eis is de bank genoodzaakt om persoonlijke informatie over de financiële positie, risicobereidheid, beleggingservaring en beleggingsdoelstellingen bij de cliënt op te vragen. Op basis van deze informatie stelt de financiële instelling

240 Vergelijk ook Frielink (2002: 40-41), die twee voorwaarden stelt om een schriftelijke waarschuwingsplicht aan te nemen: de belegger moet zodanig weinig ervaring met beleggen hebben dat hij de risico's van zijn beleggingen niet doorziet en de effecteninstelling moet bekend zijn met de beperkte beleggingshorizon van de belegger respectievelijk het specifieke doel van zijn belegging.

241 In toenemende mate stelt een klagende belegger dat hij geen of onvoldoende kennis en/of ervaring heeft met beleggen om een afgewogen beslissing te kunnen nemen of de beleggingsdeskundige onvoldoende van repliek kan voorzien (zie § 7.2.8). Uit onderzoek uitgevoerd onder particulieren door de Financial Services Authority (FSA) in 2004 in het Verenigd Koninkrijk blijkt dat met name lager financieel opgeleiden sterk afhankelijk zijn van anderen als het gaat om informatie en advies. Zij geven, meer dan middelbaar en hoger financieel opgeleiden, de voorkeur aan persoonlijk contact met een adviseur. Het is dezelfde groep die vaak de eigen verantwoordelijkheid voor de kwaliteit van het advies en het afgenomen product verwerpt en neerslaat op de adviseur. De middelbaar financieel opgeleiden kijken eveneens naar de prestaties van de instelling of het fonds, terwijl hoger financieel opgeleiden naar de fondsbeheerder, de resultaten van de financiële instelling en de gehele fondssektor kijken. Uit de telefonische enquête onder de Nederlandse particuliere beleggers blijkt dat een meerderheid (83,6%) van mening is dat zij zelf verantwoordelijk zijn voor de resultaten van hun beleggingen. Maakt de beleggingsadviseur echter een (forse) fout, dan zal eveneens een ruime meerderheid (62,2%) onderzoeken of de financiële instelling is aan te klagen.

242 In de praktijk worden de begrippen 'beleggersprofiel', 'risicoprofiel', 'cliëntenprofiel', 'portefeuille-profiel' en 'doelrisicoprofiel' door elkaar gebruikt. In enkele gevallen wordt gesteld dat een 'beleggersprofiel' inzicht verschaft in de persoonlijke situatie van de particuliere belegger, terwijl een risicoprofiel zich richt op de beleggingsrisico's van de portefeuille die in overeenstemming moeten zijn met het beleggersprofiel. Daar er verschillende omschrijvingen en invullingen worden gegeven aan de verschillende begrippen, wordt de hierboven gegeven omschrijving niet algeheel gedeeld in de financiële wereld. Zie ook Loonen (2003).

243 De verplichting tot het doen van onderzoek naar de persoonlijke (financiële) situatie van de cliënt ligt besloten in de Nadere Regeling toezicht effectenverkeer 1999, het elektronisch of schriftelijk vastleggen in de Nadere Regeling gedragstoezicht effectenverkeer 2002.

vervolgens een cliëntenprofiel op en legt dit profiel vast in het cliëntendossier. Doel van het cliëntenprofiel is te waarborgen dat de effectendienstverlening aansluit op de persoonlijke situatie van de cliënt, zijn ervaring en doelstellingen.

Cliënten kunnen echter niet wettelijk verplicht worden de benodigde informatie te verstrekken. Indien een cliënt besluit geen of te weinig informatie te verstrekken aan de effecteninstelling, kan de instelling besluiten of verplicht zijn om de dienstverlening niet te continueren, bijvoorbeeld wanneer zij van mening is dat zij niet of onvoldoende aan haar zorgplicht jegens de cliënt kan voldoen. Als gevolg van het ontbreken van een cliëntenprofiel, zal de effecteninstelling niet in staat zijn om haar dienstverlening aan te laten sluiten op de persoonlijke omstandigheden van de cliënt. De instelling zal de cliënt dan moeten wijzen op de risico's hiervan en het voorgaande vastleggen in het dossier. Wanneer de instelling besluit haar dienstverlening voort te zetten, dan zal dit veelal in aangepaste vorm zijn. In dat geval zal de instelling slechts orders uitvoeren<sup>244</sup> (ook wel *execution-only* genaamd); de instelling kan dan bijvoorbeeld geen beleggingsadvies verstrekken en geen vermogensbeheer uitvoeren. De bescherming jegens de cliënt is in een dergelijke situatie veelal beperkt tot de toets of er voldoende financiële middelen aanwezig zijn om de beoogde transactie te kunnen verrichten (de zogenaamde 'saldotoets'). Om ervoor te zorgen dat de effectenportefeuille afgestemd is op de persoonlijke situatie, wordt aangeraden het profiel regelmatig te toetsen aan de actualiteit.<sup>245</sup>

### 6.5.2 Het voldoen aan de marginverplichting

Wanneer een particuliere belegger een positie aanhoudt waaraan verplichtingen zijn verbonden of kunnen worden, dan zal de effecteninstelling verlangen dat er zekerheden ter voldoening van deze verplichtingen worden gesteld.<sup>246</sup> Dit is bijvoorbeeld het geval bij het schrijven van opties (*short* gaan) of het handelen in futurecontracten. De verplichtingen die voort kunnen vloeien uit het handelen in derivaten, brengen met zich mee dat er zekerheden gesteld dienen te worden. Dit kan in de vorm van geld of effecten. Het is de particuliere belegger doorgaans niet toegestaan om verplichtingen aan te gaan die boven de dekkingverplichting uitgaan. In het arrest van 26 juni 1998, NJ 1998, 660 m.nt. Van Zeben

<sup>244</sup> Waarbij informeren en opiniëren wel tot de mogelijkheden zouden mogen behoren (zie ook § 3.2).

<sup>245</sup> Zie Van Luyn en Du Perron (2004: 58 e.v.) en Loonen en Schonewille (2002: 46 e.v.).

<sup>246</sup> Zie Van Luyn en Du Perron (2004: 113 e.v.) en Loonen en Schonewille (2002: 79 e.v.). Mok (1996: 30) stelt over het bewaken van de belangen van cliënten: "Als een cliënt niet meer aan zijn verplichtingen kan voldoen, moet de bank ingrijpen. Zo nodig moet zij posities sluiten of verpande effecten liquideren. Maar: zij moet dat niet te vroeg doen en ook niet te laat, zij moet de cliënt tevoren behoorlijk waarschuwen, en zij moet het evenredigheidsbeginsel toepassen, ondermeer door niet meer te liquideren dan voor het wegwerken van een 'onderstand' noodzakelijk is. Ook moet de bank de cliënt tijdig aanmanen en in de gelegenheid stellen de debetstand te verlagen."

### III De zorgplichtregels in theorie en praktijk

(Van de Klundert/Rabobank) stelt de Hoge Raad dat een bank in beginsel in strijd met de zorgplicht handelt, indien zij een belegger volgt in diens uitdrukkelijke wens om, hoewel hij niet aan zijn marginverplichting voldoet, uitvoering te geven aan door hem verstrekte opdrachten tot het schrijven van putopties in de hoop dat de beurs wel weer zal aantrekken en zijn verlies beperkt zal blijven. De effecteninstelling heeft zich in dit verband te houden aan artikel 28 leden 3 en 4 Nadere Regeling gedragstoezicht effectenverkeer 2002. Met name lid 4 vereist een directe handeling van de instelling: "Indien de cliënt bedoeld in het derde lid over onvoldoende saldi beschikt, ziet de effecteninstelling er op toe dat deze cliënt zekerheden stelt, waaruit de verplichtingen kunnen worden voldaan. Indien de cliënt geen aanvullende zekerheden kan stellen, sluit de effecteninstelling de posities zo spoedig mogelijk, doch uiterlijk binnen vijf dagen tenzij er zich bijzondere omstandigheden voordoen." Een effecteninstelling zal dus actief moeten ingrijpen als de particuliere belegger niet kan (of wil) voldoen aan de marginverplichting, om te voorkomen dat de particuliere belegger verdere verplichtingen aangaat die boven zijn financiële draagkracht gaan.<sup>247</sup>

#### 6.5.3 De (schriftelijke) waarschuwingsplicht

De informatieplicht die op de financiële instellingen rust, vloeit in zekere mate voort uit de open norm die gesteld wordt in artikel 26 lid 2 Nadere Regeling gedragstoezicht effectenverkeer 2002: "De bank moet informeren over elke specifieke ontwikkeling die van invloed is op de posities van de cliënt." De vorm van waarschuwen wordt beschreven in artikel 38 Nadere Regeling gedragstoezicht effectenverkeer 2002: "De informatie die door de effecteninstelling dient te worden verstrekt ingevolge het gestelde bij of krachtens het besluit, dient tijdig en in zodanige vorm te worden verstrekt dat de betekenis en de draagwijdte daarvan redelijkerwijs kunnen worden onderkend." Een effecteninstelling zal mondeling en in bijzondere gevallen ook schriftelijk moeten waarschuwen indien een particuliere belegger buiten zijn vastgelegde risicoprofiel wenst te beleggen. Een voorbeeld van de schriftelijke waarschuwingsplicht is te vinden in uitspraak KCD 2002-41. Hierbij heeft een particuliere belegger geld dat op termijn benodigd was voor de bouw van een woning, gebruikt voor speculatie. Dit was de beleggingsadviseurs bekend.<sup>248</sup> Weliswaar stellen de beleggingsadviseurs dat zij mondeling voor de risicovolle transacties hadden gewaarschuwd, maar dit is voor de Klachtencommissie DSI niet afdoende. Zij oordeelt: "Dat neemt echter niet weg dat het op de weg van verweer-

<sup>247</sup> Zie over het voldoen aan de marginverplichting ook Van Boom (2003: 558 e.v.).

<sup>248</sup> De Klachtencommissie DSI overwoog hier overigens dat als de instelling daarvan niet reeds voordien op de hoogte was, het naar het oordeel van de Commissie op de weg van de instelling had gelegen in een *intake* gesprek met klager een uitgewerkt beleggersprofiel op te stellen en vast te leggen.



der had gelegen klager, mede met het oog op het bedrag waarover klager diende te beschikken voor de bouw van zijn woning, voor zijn risicovolle en speculatieve handelen uitdrukkelijk te waarschuwen. Dit had reeds vanaf de aanvang moeten gebeuren, maar gold te meer vanaf juli 2000 toen verweerder in ieder geval op de hoogte was van het feit dat klager geld nodig had voor de bouw van zijn woning. A en B (de beleggingsadviseurs, AL) hebben weliswaar verklaard dat zij klager regelmatig hebben gewaarschuwd – hetgeen klager overigens met klem heeft weersproken – maar de Commissie is van oordeel dat in de gegeven omstandigheden verweerder deze waarschuwingen schriftelijk had moeten vastleggen.” De instelling werd voor 50% aansprakelijk gesteld voor de geleden beleggingsverliezen. Uit de jurisprudentie blijkt voorts dat er niet in alle (bijzonder geachte) omstandigheden een waarschuwingsplicht op de effecteninstelling rust. Dat er niet altijd een waarschuwingsplicht bestaat indien een belegger zulke riskante transacties aangaat dat zijn vermogen, althans een aanmerkelijk deel daarvan, op het spel wordt gezet, blijkt ook uit het arrest van de Hoge Raad van 24 januari 1997 (NJ 1997, 260).

#### 6.5.4 Het verbod op het *intraday* handelen

Het is de zogenaamde *insiders*,<sup>249</sup> die werkzaam zijn bij financiële instellingen conform artikel 3.3 lid 2 bijlage Nadere Regeling gedragstoezicht effectenverkeer 2002, verboden om een gekocht effect binnen vierentwintig uur weer te verkopen. De letterlijke tekst van dit artikel is: “Het is de medewerker niet toegestaan binnen vierentwintig uur na het geven van een opdracht voor een effectentransactie of de uitvoering van deze opdracht, een opdracht te geven voor een aan deze order tegengestelde effectentransactie, met betrekking tot effecten van hetzelfde fonds of aan dat fonds gerelateerde effecten.” Hiermee wordt voorkomen dat een *insider* zichzelf kan bevoordelen met de kennis of aan dat fonds gerelateerde effecten omtrent een (voorgenomen) transactie van zijn cliënt. Denk hierbij aan het zogenaamde ‘frontrunning’.<sup>250</sup>

#### 6.5.5 Het verplicht tekenen van de optie- en futureovereenkomst

Wil een particuliere belegger handelen in optie- en/of futurecontracten, dan zal deze hiertoe een overeenkomst moeten ondertekenen. In deze overeenkomst wordt verwezen naar het informatiemateriaal van de Euronext.Liffe Amsterdam (waaronder het Officieel bericht). Zonder deze overeenkomst is het een instelling niet toegestaan een cliënt tot de handel in opties en futures toe te laten.

<sup>249</sup> Zie artikel 1 van de richtlijn insiderregeling van de DNB en AFM. De hierin gegeven definitie van een insider is: “degene die uit hoofde van zijn functie of positie bij een effecten- of kredietinstelling regelmatig over voorwetenschap beschikt of kan beschikken.”

<sup>250</sup> Het door een toegelaten instelling uitvoeren van een order voor eigen rekening in een bepaald fonds, voordat men ook een grote order van een klant moet uitvoeren in datzelfde fonds. Door *front running* probeert de uitvoerende partij een voordeel ten eigen gunste te behalen. (bron: Begrippenlijst Euronext, 2001).

Deze regel is ingesteld om te voorkomen dat een cliënt niet voldoende op de hoogte is van de spelregels die van toepassing zijn op de derivatenhandel.

### 6.5.6 Het defensief beleggen van het pensioenvermogen

In de praktijk stelt de beleggingsdeskundige veelal dat het pensioenvermogen defensief belegd moet worden. Specifieke wettelijke normen voor dergelijke beleggingen ontbreken.<sup>251</sup> Voor professionele pensioenverzekeraars en pensioenfondsen is er de Pensioen- en Spaarfondsen Wet (PSW).<sup>252</sup> Dat de pensioenverzekeraars en de pensioenfondsen op enkele onderdelen wezenlijk afwijken van de pensioenvennootschap (of stichting), dient hierbij in ogenschouw te worden genomen. Artikel 9b lid 1 PSW stelt: “Belegging van de daartoe beschikbare gelden van een pensioenfonds, een spaarfonds of een beroepspensioenfonds moet op solide wijze geschieden.” Wat hier met ‘solide’ wordt bedoeld, is niet geheel duidelijk.<sup>253</sup> Uit uitspraak KCD 2001-225 kan worden opgemaakt dat ‘solide’ in de omstandigheid van het geval betekende dat de vermogensbeheerder: “...zodanig had belegd dat een redelijke zekerheid zou bestaan dat klaagster de toekomstige pensioenuitkeringen zou kunnen voldoen en dat derhalve minimaal de actuariële rente uit de opbrengsten had kunnen worden bestreden.” Uit andere uitspraken (KCD 2004-29 en 2000-321) blijkt eveneens dat pensioengeld in beginsel voorzichtig belegd moet worden. Latere jurisprudentie leert echter dat voorzichtig beleggen pas opportuun is, indien er voldoende inventarisatie gedaan is naar de persoonlijke financiële omstandigheden van de cliënt. In haar uitspraak van 12 mei 2005 stelt het Hof Amsterdam (JOR 2005/156, Pensioen Beleggingsmaatschappij J.P. Geijzen BV/Maliepark Vermogensbeheer B.V. en Optimix Vermogensbeheer N.V.): “uitdrukkelijk overeengekomen dat het beleggingsbeleid (...) gericht [is] op vermogensgroei op lange termijn” en dat de “beleggingshorizon van de portefeuille (...) lang [is].”<sup>254</sup> Een volledige belegging van het vermogen in aandelen, mits voldoende gespreid, is met deze doelstelling en beleggingshorizon niet zonder meer – welk meerdere is gesteld noch gebleken – onvermijdbaar, zodat Maliepark en Optimix in het licht daarvan die wijze van beleggen onverkort mochten volgen.” Desalniettemin hanteren veel beleggingsdeskundigen voorzichtigheidshalve de regel dat het vermogen bedoeld als pensioen voor een overgroot gedeelte in obligaties belegd moet worden.<sup>255</sup>

251 Vergelijk J.O.P.M. Beelaerts van Emmichoven in *Het Financieel Dagblad* van 27 januari 2003, die stelt dat het vreemd is dat er geen wettelijk vereiste is om het vermogen van een pensioen-BV solide te beleggen, terwijl deze meer risico loopt dan een collectief pensioenfonds waar dit vereiste wel van toepassing is.

252 Zie ook het Financieel Toetsingskader (FTK) dat vanaf 1 januari 2006 in werking is getreden. Aan de hand van deze nieuwe methodiek zal de Pensioen- & Verzekeringskamer (PVK) de financiële positie van pensioenfondsen en verzekeraars toetsen.

253 Zie ook artikel 13 Wet betreffende verplichte deelneming in een beroepspensioenregeling die een analoge bepaling bevat, in PVK studie 8.

254 Zie ook Van Luyn en Du Perron (2004: 196), die eveneens stellen dat alleen beleggen in vastrentende waarden op lange termijn onvoldoende rendement kan opleveren om zo afdoende pensioenkapitaal op te kunnen bouwen.

255 Zie over (de jurisprudentie) ten aanzien van het beleggen van het pensioenvermogen: Koelewijn (2004: 7-9) en Loonen (2004: 201-205).

### 6.5.7 Het majoreren bij emissies

In de periode dat emissies<sup>256</sup> van effecten zich mochten verheugen in een grote belangstelling van particuliere beleggers, bleken er zich regelmatig problemen voor te doen. Zo stegen effecten die werden geëmitteerd op de financiële markt(en), bij de eerste beursnotering veelal meteen procenten in waarde. Menig particuliere belegger wilde dan ook een zo hoog mogelijke toewijzing krijgen om zodoende snelle winsten te kunnen realiseren. Daar de emissies vaak overtekend werden (er was meer vraag dan aanbod van effecten), schreven veel particuliere beleggers voor meer geld in dan zij daadwerkelijk tot hun beschikking hadden. Dit in de verwachting dat de uiteindelijke toewijzing toch lager zou zijn dan de oorspronkelijke inschrijving. Aan deze handeling, het 'majoreren', zit echter een groot risico verbonden. Zou de emissie mislukken en bleek het aanbod opeens groter dan de vraag, dan zou de particuliere belegger meer effecten toegewezen krijgen dan dat hij (financieel) kon dragen. In het geval de effecten vervolgens in waarde zouden dalen, leidt dit tot financiële schade.<sup>257</sup>

Nu zowel het theoretisch kader als de jurisprudentie omtrent de zorgplicht beschreven is, wordt in het volgende hoofdstuk beschreven in hoeverre de normen, die voortvloeien uit de regels en jurisprudentie in de praktijk, voor de effectendienstverlening leiden tot juridische geschillen. Daarbij moet opgemerkt worden dat 'de praktijk' hier enigszins eng gedefinieerd is: het betreffen alleen behandelde klachten door de Klachtencommissie DSI.

<sup>256</sup> Uitgifte van effecten. Ook wel 'IPO' (*Initial Public Offering*) genoemd.

<sup>257</sup> Zie voor een uiteenzetting over 'majoreren': Van Luyn en Du Perron (2004: 99 e.v.) en Loonen en Schonewille (2002: 109 e.v.).

## 7 Resultaten documentenonderzoek behandelde klachten Klachtencommissie DSI

### 7.1 Inleiding tot alternatieve geschillenbeslechting

Een particuliere belegger die zich wenst te beklagen over de ‘gedragingen’ van een financiële instelling, heeft conform artikel 29 van de Algemene Bankvoorwaarden 1996 een rechtskeuze. Hij kan kiezen tussen de weg naar de burgerlijke rechter of naar één van de daarvoor in aanmerking komende klachten- of arbitragecommissies. Voor de behandeling van klachten die ontstaan zijn tussen een particuliere belegger en een bij het DSI-aangesloten instelling, staat de – relatief laagdrempelige – weg naar de Klachtencommissie DSI open voor geschillenbeslechting.<sup>258</sup> De Klachtencommissie DSI is op 1 november 1999 ontstaan uit de Klachtencommissie Beursbedrijf.<sup>259</sup> Mok (1996: 23-24) noemt een aantal voor- en nadelen over de geschillenbeslechting door (indirecte) voorgangers van de huidige Klachtencommissie DSI, de Klachtencommissie Effectenbedrijf (KCE), de Klachtencommissie Optiebeurs (KCO) en de Klachtencommissie Financiële Termijnmarkt Amsterdam (FTA).<sup>260</sup> De door hem genoemde voordelen zijn: de technische deskundigheid, de goedkope procedure, de relatief korte duur van een procedure, het informeel karakter van een procedure en de gewaarborgde anonimiteit van partijen. Daartegenover noemt hij vier nadelen: er is slechts één instantie (daardoor is de procedure weliswaar sneller en goedkoper, maar rechtspraak in meer dan één instantie is in beginsel superieur), er bestaat geen formele enquête (hierdoor zijn er minder mogelijkheden de waarheid aan het licht te brengen dan in een gerechtelijke enquête), er zijn minder garanties dan bij een gewone rechter dat de klachtencommissie(s) onafhankelijk zijn, en tot slot noemt Mok dat er soms problemen bij de tenuitvoer-

<sup>258</sup> Voor de criteria om een klacht door de Klachtencommissie DSI in behandeling te laten nemen, zie Van Luyn en Du Perron (2004: 301 e.v.).

<sup>259</sup> Welke op haar beurt is ontstaan uit een fusie tussen de Klachtencommissies Effectenbedrijf, Optiebeurs en FTA.

<sup>260</sup> Waarbij opgemerkt zij dat de positie van de huidige Klachtencommissie DSI niet exact overeenkomstig is met de toenmalige Klachtencommissie Effectenbedrijf, de Klachtencommissie Optiebeurs en de Klachtencommissie Financiële Termijnmarkt Amsterdam.

legging optreden (men kan een bindend advies, anders dan bij een arbitraal vonnis, niet executeren).<sup>261</sup>

De banken of effecteninstituten zijn verplicht om de bindend-adviesprocedure te aanvaarden en de in beginsel bindende adviezen<sup>262</sup> na te leven. Zodra er eenmaal een bindend advies verkregen is, heeft de klager niet meer de mogelijkheid om de zaak alsnog aan de burgerlijke rechter voor te leggen. Wel bestaat er de mogelijkheid om een bindend advies ter marginale toetsing voor te leggen aan de burgerlijke rechter. De rechter oordeelt dan over de vraag of het bindend advies zozeer in strijd is met redelijkheid en billijkheid dat de gedaagde de eiser daaraan in redelijkheid niet gebonden kan achten.<sup>263</sup>

Het verschil in de maatschappelijke achtergrond der partijen kan een belangrijke rol spelen wanneer de rechter het privaatrecht moet toepassen (Dommering, 1982: 9). Dit zou met name het geval zijn wanneer er sprake is van consumentenrecht, arbeidsrecht en het leerstuk van de onrechtmatige daad (zie Vranken, 2005: 104 e.v.). In dat kader kan de mate waarin de Klachtencommissie DSI en de burgerlijke rechter een financiële instelling verantwoordelijk houden voor de door de particuliere belegger geleden schade, interessant zijn. Hiervoor zijn de behandelde klachten door de Klachtencommissie DSI over de jaren 1998 tot en met 2004 bestudeerd. Voor een nadere toelichting over de wijze waarop dit documentenonderzoek is uitgevoerd en de onderzoekscriteria die zijn gehanteerd, wordt verwezen naar § 1.4.1.

## 7.2 Onderzoeksresultaten

### 7.2.1 De kwaliteit van de klachten

#### 7.2.1.1 *Non-specificatie van klachten*

Het valt op dat klagende particuliere beleggers regelmatig hun klacht niet goed beschrijven en geen concrete financiële vergoeding eisen. Zij vragen aan de klach-

<sup>261</sup> Een bindend advies leidt niet tot een vonnis en de rechtszoekende verkrijgt geen executoriale titel. Om een executoriale titel te verkrijgen, zal voor de gewone rechter een procedure aanhangig gemaakt dienen te worden om veroordeling overeenkomstig het bindend advies te verkrijgen (De Serière en Perrick, 1991: 158).

<sup>262</sup> Waarbij het advies niet meer is dan een contractuele verplichting voor een van de partijen (hier altijd de bank of commissionair), van welke verplichting de wederpartij nakoming kan eisen (Mok, 1996: 25).

<sup>263</sup> Zie Mok (1996: 22-23) en HR 29 januari 1931, p. 1317, NJ 1931, m.nt. E.M. Meijers (De Roomsche Katholieke Internationale Vereniging ter Bescherming van Meisjes, Afdeling Amsterdam (Huize Lydia)/H.F. Dammers); HR 18 januari 1993, NJ 1993, 615 (Gruythuysen/ De Stichting Centraal Ziekenfonds).

## III De zorgplichtregels in theorie en praktijk

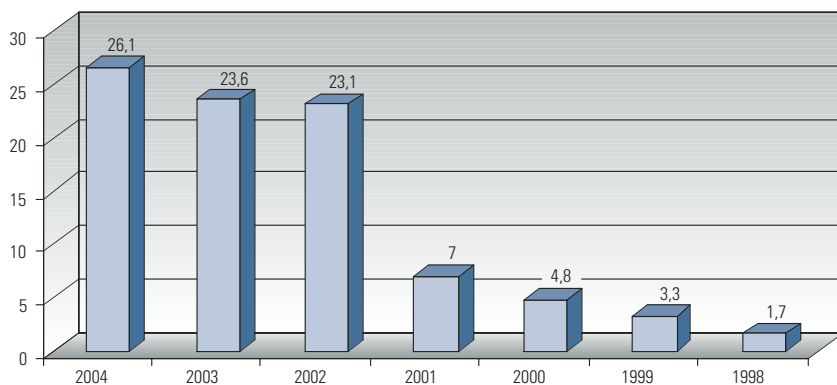
tencommissie om ‘in goede justitie’ een schadevergoeding toe te wijzen. Hoewel het bestaan en de werkwijze van de Klachtencommissie DSI een grotere bekendheid heeft gekregen onder het brede publiek, is het aantal non-specifieke klachten procentueel nagenoeg gelijk gebleven in de onderzochte jaren. In 1998 was 12,7% van het totaal aantal behandelde klachten non-specifiek, hetgeen daalde naar 6,5% in het jaar 2002 om vervolgens te stijgen naar 15,4% in 2003 (2004 was dit 12%). Geen van deze non-specifieke klachten (het zijn er 142 in de zeven onderzochte jaren) werd toegewezen door de Klachtencommissie DSI. Dit is verklaarbaar aangezien de Klachtencommissie DSI alleen geclaimde bedragen kan toewijzen. Het komt wel voor dat de Klachtencommissie DSI zich kritisch opstelt over bepaalde aspecten van non-specifieke klachten, zoals de wijze waarop de klager bejegend is door een medewerker van een financiële instelling. Dit echter zonder compensatie.

#### 7.2.1.2 Complexiteit van de behandelde klachten

De onderzochte klachten blijken in toenemende mate op meerdere aspecten te worden gebaseerd. De complexiteit waarmee een klacht wordt opgebouwd, neemt toe. Zo werd er gedurende de eerste drie onderzoeksjaren in zeer beperkte mate een beroep gedaan op meerdere gronden om een klacht op te baseren. Bij de invoering van het ‘Ken Uw Cliënt’-beginsel (medio 1999) zijn particuliere beleggers verzocht om een vragenlijst in te vullen teneinde het cliëntenprofiel vast te kunnen stellen. Dit cliëntenprofiel heeft, al dan niet in combinatie met het risicoprofiel, in de jaren 2002 en 2003 voor nogal wat klachten gezorgd, waarbij door de klagende partij werd gesteld dat hij de kennis en/of ervaring ten aanzien het beleggen ontbeert om zelfstandig in te kunnen grijpen of de aangeboden beleggingspropositie te begrijpen. Worden de jaren 2003 en 2004 bezien, dan valt direct op dat er in toenemende mate een beroep wordt gedaan op het aspect ‘pensioen’ in combinatie met een gebrek aan kennis en/of ervaring en/of het gebruik van het

	Klacht gebaseerd op de 2 aspecten: cliënten- en/of risicoprofiel/kennis en/of ervaring	Klacht gebaseerd op de 2 aspecten: pensioen/kennis en/of ervaring	Klacht gebaseerd op de 2 aspecten: performance/kennis en/of ervaring	Klacht gebaseerd op de 2 aspecten: cliënten- en/of risicoprofiel/ pensioen	Klacht gebaseerd op de 3 aspecten: pensioen/ cliënten- en/of risicoprofiel/ kennis en/of ervaring
1998	1	0	0	1	0
1999	0	2	1	2	0
2000	0	1	2	4	1
2001	2	6	3	6	1
2002	18	6	11	12	6
2003	13	7	4	14	7
2004	8	17	3	20	4

Tabel 14: Overzicht van het aantal behandelde klachten met twee of meer aspecten (in absolute aantallen)



*Figuur 18: Klachten gebaseerd op twee of meer aspecten ten opzichte van het totaal aantal klachten (in % van het totaal aantal klachten)*

cliënten- en/of risicoprofiel. Eveneens is waarneembaar dat er meerdere klachten zijn (met name in de jaren 2002 en 2003) die op drie aspecten zijn gebaseerd (pensioen, cliënten- en/of risicoprofiel en kennis en/of ervaring). De verschuiving gedurende de onderzoeksjaren is in tabel 14 weergegeven.

Worden de behandelde klachten die gebaseerd zijn op verscheidene aspecten vergeleken met het totaal aantal behandelde klachten, dan blijkt het percentage klachten met twee of meer aspecten aanzienlijk toegenomen te zijn. In de laatste drie onderzoeksjaren beslaat het percentage klachten dat uit twee of meer aspecten bestaat, rond de 25% van alle klachten (zie figuur 18).

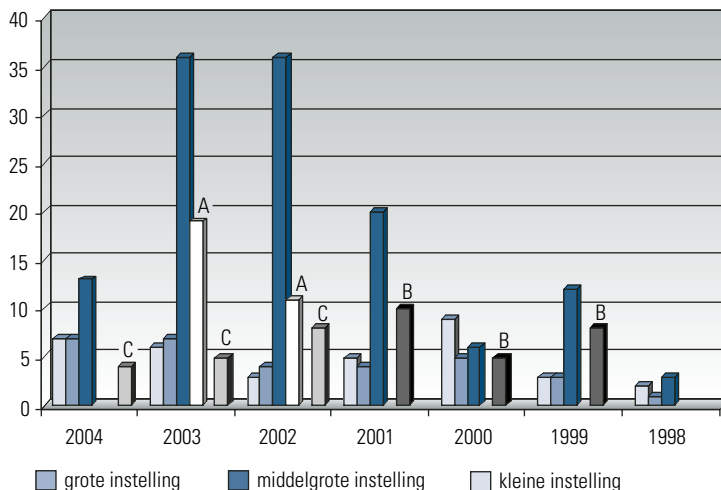
#### *7.2.1.3 Problemen met drie kleine financiële instellingen*

Gedurende het analyseren van de behandelde klachten door de Klachtencommissie DSI bleek tegen drie kleine financiële instellingen in verschillende jaren een groot aantal klachten te zijn behandeld. Eén kleine instelling zag de volgende aantallen klachten tegen zich in behandeling genomen worden: 1999: 8, 2000: 5 en 2001: 10 klachten. Een andere kleine instelling kreeg in 2002: 8 klachten, in 2003: 5 en in het jaar 2004: 4 klachten tegen zich behandeld. Tot slot was er een kleine financiële instelling die in het jaar 2002: 11 klachten en in 2003: 19 klachten tegen zich in behandeling zag worden genomen. Al deze klachten hadden betrekking op vermogensbeheer.<sup>264</sup> In figuur 19 is de invloed

<sup>264</sup> Vanaf 2005 verlangt het DSI een eigen bijdrage in de kosten voor de Klachtencommissie DSI en de Commissie van Beroep. Deze eigen bijdrage is afhankelijk van de mate waarin deze instelling betrokken is bij de Klachtencommissie of de Commissie van Beroep. Zie artikel 9a over de eigen bijdrage van DSI-deelnemers: "Voor zover de kosten verbonden aan de Klachtencommissie respectievelijk de Commissie van Beroep niet uit andere hoofde kunnen worden gefinancierd, zullen de Deelnemers daarin bijdragen op een door het bestuur van tijd tot tijd te bepalen wijze en afhankelijk van de mate waarin een Deelnemer als verweerder bij de Klachtencommissie is betrokken."

### III De zorgplichtregels in theorie en praktijk

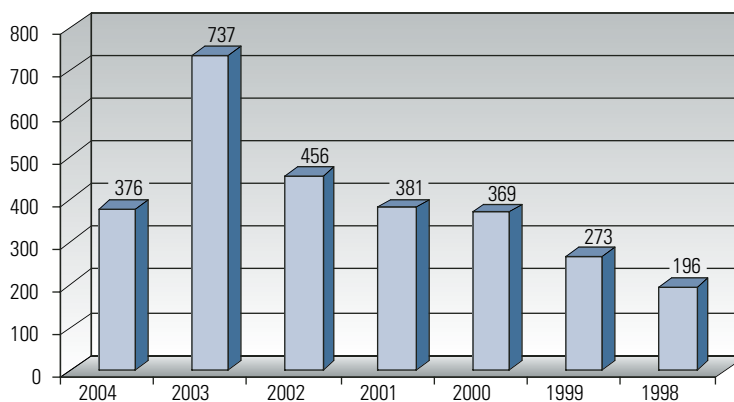
van deze drie kleine instellingen op het totaal aantal behandelde klachten voor de Klachtencommissie DSI goed zichtbaar. Hierbij zijn de drie kleine instellingen additioneel benoemd als instelling A, B en C.



*Figuur 19: Verdeling van de klachten over vermogensbeheer in absolute aantallen (instellingen A, B en C zijn separaat benoemd)*

#### 7.2.2 Het klachtenpatroon bij de Klachtencommissie DSI

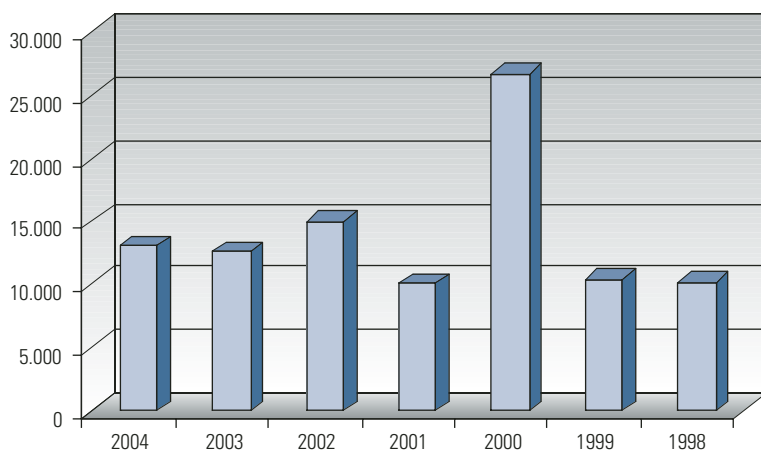
Het aantal behandelde klachten door de Klachtencommissie DSI is vanaf 1998 tot en met 2003 jaarlijks gestegen. In het jaar 2004 is er een daling opgetreden (zie figuur 20).



*Figuur 20: Aantal behandelde klachten door de Klachtencommissie DSI per jaar*



Ondanks de aanzienlijke toename kan niet gesteld worden dat de hoogte van de claims die ingediend worden door particuliere beleggers, fors gestegen is.<sup>265</sup> Om een correct beeld te krijgen van de gemiddelde claim, is de mediaan<sup>266</sup> berekend, aangezien bij een niet-symmetrische verdeling het gemiddelde te sterk wordt beïnvloed door extreme waarden (zoals een eenmalig bijzonder hoge claim). De mediaan is vaak een betrouwbaardere centrummaat bij niet-symmetrische verdelingen. Uit deze gegevens blijkt dat de mediaan een geleidelijk beeld vertoont (tussen de € 10.000 en € 15.000).<sup>267</sup> Een uitzondering hierop is het jaar 2000, waarin een middelgrote financiële instelling geconfronteerd werd met een aanzienlijke schadeclaim, hetgeen in combinatie met een relatief laag absoluut aantal behandelde klachten zorgt voor een relatief hoge mediaan. Ook het aantal behandelde klachten is de laatste onderzochte jaren niet sterk gestegen (zie figuur 21).



*Figuur 21: Mediaan klacht per onderzoeksjaar (in absolute bedragen in euro's)*

Welke ontwikkeling heeft het toewijzingsbeleid van klachten voor de Klachtencommissie DSI doorgemaakt? Hierover kan worden geconcludeerd dat er gedurende de onderzochte jaren geen grote wijzigingen zijn te constateren (zie figuur 22 en 23).<sup>268</sup> In het jaar 2002 was het toewijzingspercentage in bedragen

<sup>265</sup> Vergelijk in dit verband het bericht van schadeverzekeraar MediRisk dat ziekenhuispatiënten steeds hogere claims indienen tegen medisch specialisten. De meeste ingediende schadeclaims hebben betrekking op gemiste diagnoses. Bedroeg een gemiddelde claim in 1993 (omgerekend) nog € 3.600, in 2003 was dit € 4.980 en in 2004 € 5.200 (*NRC Handelsblad*, 26 maart 2005).

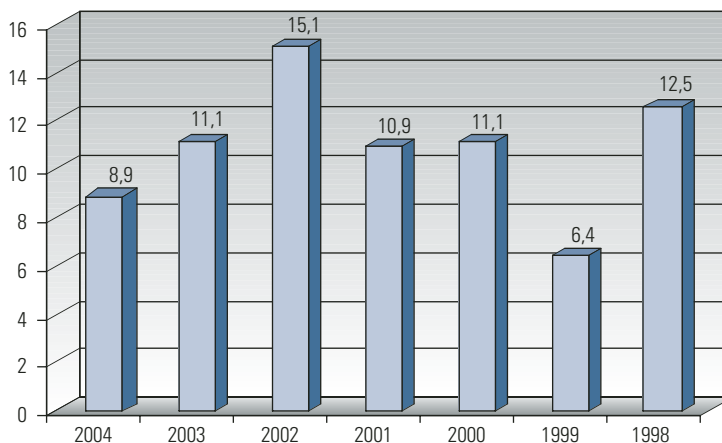
<sup>266</sup> De mediaan is de waarde van de waargenomen variabele waaronder en waarboven evenveel waarnemingen liggen.

<sup>267</sup> Zou men deze bedragen corrigeren voor de prijsinflatie, dan zal de tendens licht dalend zijn.

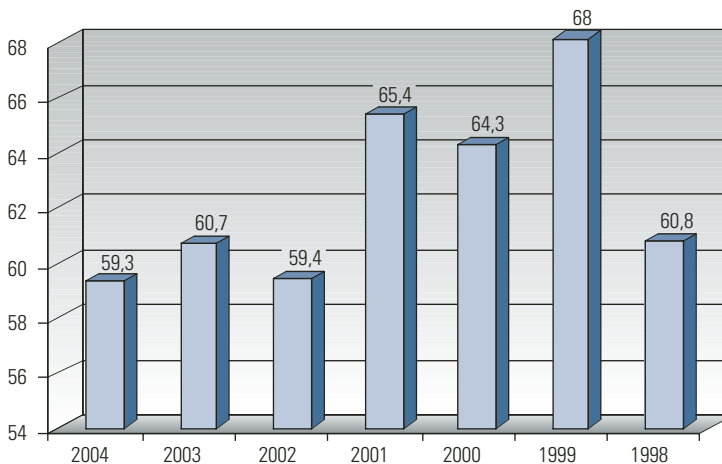
<sup>268</sup> Uit onderzoek naar afdoeningen in de jaren 1997-2000 blijkt, dat de mediaan bij de door de rechter toegekende bedragen nauwelijks steeg (Eshuis, 2003: 28).

### III De zorgplichtregels in theorie en praktijk

hoger dan gemiddeld. De reden voor dit relatief hoge toewijzingspercentage is dat er relatief veel claims volledig of zelfs voor meer dan 100% toegewezen werden.<sup>269</sup> In de jaren 2003 en 2004 daalde het toewijzingspercentage weer.



*Figuur 22: Toewijzing van geclaimde bedragen (in %)*



*Figuur 23: Behandelde klachten dat volledig is afgewezen (in %)*

<sup>269</sup> Zo werden tegen één kleine financiële instelling 11 claims over vermogensbeheer volledig toegewezen. Bij deze claims is geen verweer gevoerd door de betreffende instelling, waardoor de Klachtencommissie DSI deze klachten slechts marginaal getoetst heeft.

Kan er binnen de effectenbranche gesproken worden over een claimcultuur, waarbij de aansprakelijkheid van de beleggingsadviseur naar de particuliere belegger majeure vormen aanneemt? Allereerst moet worden geconstateerd dat het begrip 'claimcultuur' nauwelijks gespecificeerd en cijfermatig onderbouwd is.<sup>270</sup> Als voor het vaststellen van het aanwezig zijn van een claimcultuur, de door de Nederlandse regering verwoorde symptomen als criteria worden gebruikt, dan kan niet worden gesteld dat er sprake is van een claimcultuur (zie ook § 14.1.1). Zo worden bepaalde diensten (nog) niet op grote schaal geweigerd wegens het risico van claims,<sup>271</sup> zijn aansprakelijkheidsverzekeringen nog niet zo duur dat deze niet meer afgesloten worden, of zijn bepaalde aansprakelijkheidsrisico's niet meer niet-onverzekeraar. Op basis van de analyse van de behandelde klachten van de Klachtencommissie DSI kan niet gesteld worden dat de DSI-aangesloten financiële instellingen de afgelopen jaren aanmerkelijk vaker verantwoordelijk gesteld zijn voor onjuist handelen. Zo is het absolute aantal zaken dat geheel of gedeeltelijk is toegewezen, niet gestegen.

### 7.2.3 Aard van de klachten per dienstverlening

#### 7.2.3.1 Klachten over beleggingsadvisering

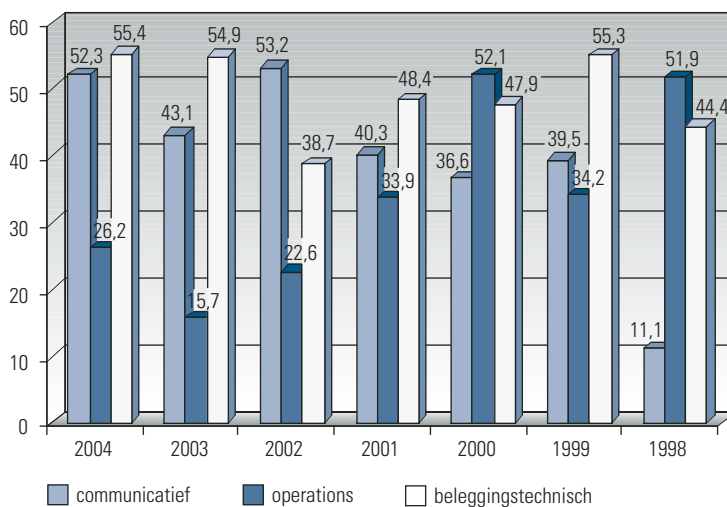
Het absolute aantal behandelde klachten dat betrekking heeft op beleggingsadvisering, is sinds het jaar 1998 gestegen van 30 klachten tot 80 klachten in het jaar 2004. Sinds het jaar 2000 blijft het aantal klachten dat betrekking heeft op beleggingsadvisering constant. In totaal zijn er 481 klachten over beleggingsadvisering onderzocht in zeven onderzoeksjaren. Hiervan nemen de grote financiële instellingen er 376 (78,2%) voor hun rekening, middelgrote financiële instellingen 47 (9,8%) en kleine financiële instellingen 58 (12,1%). De aard van de klacht is in de loop van de jaren veranderd. Bij de grote financiële instellingen blijken de klachten over beleggingsadvisering gedurende de onderzoeksjaren zich voornamelijk te richten op 'communicatieve' en 'beleggingstechnische aspecten'. Daarentegen neemt het percentage klachten dat zich richt op 'operationele aspecten' van de dienstverlening bij deze categorie instelling (sterk) af. Dit percentage daalt gedurende de onderzoeksperiode van 51,9% in 1998 naar 26,2% in 2004. De aard van de klachten bij de middelgrote instellingen wijkt af van het patroon bij de grote instellingen. Weliswaar neemt ook bij deze categorie het percentage klachten dat betrekking heeft op 'operationele aspecten', af,

<sup>270</sup> Uit het kabinetsstandpunt over 'claimcultuur' dat op 17 juni 1999 naar de Tweede Kamer gezonden is, blijkt dat er niet veel statistische gegevens beschikbaar zijn over het wel of niet aanwezig zijn van een claimcultuur.

<sup>271</sup> Zie § 14.1 waar de jurisdisering van de dienstverlening besproken wordt.

## III De zorgplichtregels in theorie en praktijk

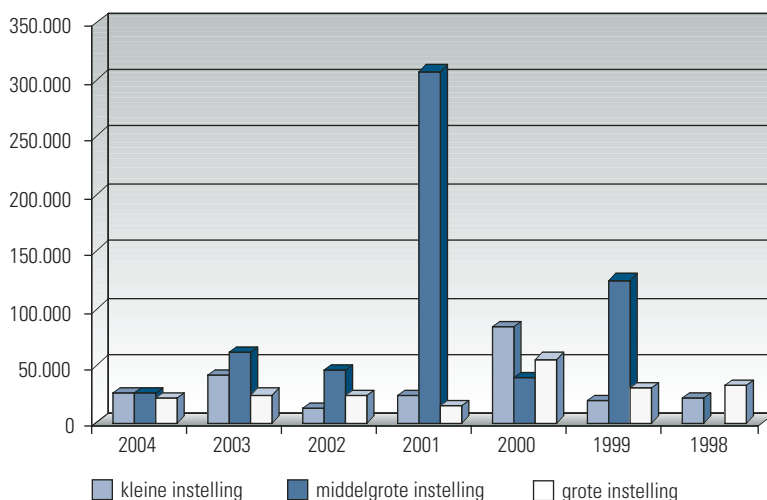
maar ook het percentage klachten dat betrekking heeft op de communicatie, neemt af. Is het aspect 'communicatie' in 1998 nog in 50% van de gevallen de voornaamste grond van de klacht, in 2004 is dit nog in 20% het geval. De klachten concentreren zich de laatste onderzoeksjaren bij de middelgrote instellingen overduidelijk op 'beleggingstechnische aspecten'. Was dit in 1998 nog rond de 50% van de klachten, in 2004 is dit 80%. Bij de kleine financiële instellingen is nauwelijks een patroon in de aard van de klachten vast te stellen. In eerste aanleg lijkt ook hier het percentage behandelde klachten dat zich richt op 'operationele aspecten' van de dienstverlening, af te nemen. Echter, in 2004 stijgt dit percentage weer sterk. Zou men denken dat de klachten over 'communicatieve aspecten' bij een kleine instelling, waar persoonlijk contact vaak als toegevoegde waarde wordt aangeprezen, het laagste is van de drie categorieën instellingen, dan blijkt dit niet uit de cijfers. Ook het jaar 2004 laat weer een stijging zien van het aantal behandelde klachten over het aspect 'communicatie'. Tot slot blijken 'beleggingstechnische aspecten' nog geregeld onderdeel te zijn van de behandelde klachten, alhoewel dit het ene jaar hoger is dan het andere.



*Figuur 24: Verdeling van de aard van de klachten over beleggingsadvisering bij grote financiële instellingen in de jaren 1998-2004 (in %)*

De mediaan van de behandelde klachten over beleggingsadvisering laat zien dat de middelgrote financiële instellingen te kampen hebben met relatief hoge geclaimde bedragen. Deze zijn echter de laatste drie onderzoeksjaren sterk gedaald en zijn weer in lijn gekomen met die van de kleine en de grote finan-

ciële instellingen. In figuur 25 is de mediaan van de behandelde klachten over beleggingsadvisering weergegeven (de hoge piek die hier waarneembaar is in het jaar 2001 bij middelgrote instellingen, betreft één uitspraak).<sup>272</sup>



*Figuur 25: Mediaan ingediende claims over beleggingsadvies (in absolute bedragen in euro's)*

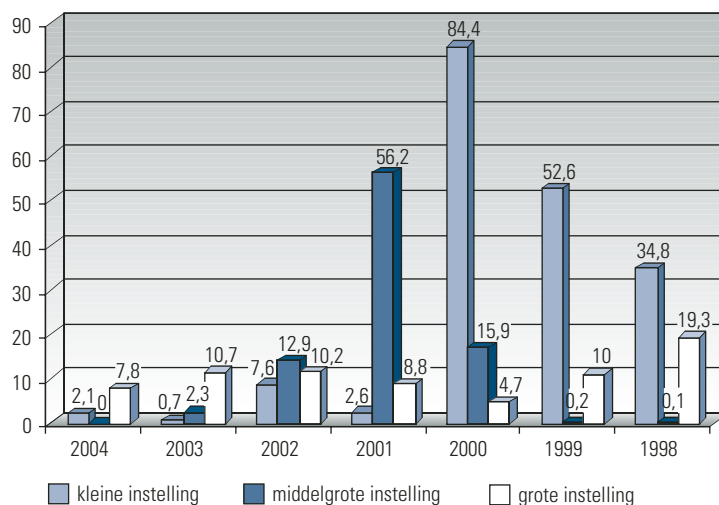
Wordt vervolgens gekeken naar de gemiddelde toewijzingspercentages van de claims die betrekking hebben op beleggingsadvisering, dan valt op dat in de eerste onderzoeksjaren de kleine financiële instellingen te maken hebben gehad met een relatief hoog toewijzingspercentage (zie figuur 26). Dit is vanaf het jaar 2001 gedaald naar gelijkwaardige percentages vergeleken met de middelgrote en de grote financiële instellingen.

#### 7.2.3.2 Klachten over vermogensbeheer

Er zijn in de onderzoeksjaren in totaal 192 klachten over vermogensbeheer behandeld door de Klachtencommissie DSI. De kleine financiële instellingen nemen hiervan 65,6% voor hun rekening, de middelgrote financiële instellingen 16,1% en de grote instellingen 18,2%. Kan hieruit geconcludeerd worden dat de kleine financiële instellingen deze dienst niet correct uitvoeren? Deze conclusie

<sup>272</sup> Hierbij dient opgemerkt te worden dat de mediaan van de behandelde klachten over het jaar 1998 van de middelgrote financiële instellingen om visuele redenen niet weergegeven is. Het betrof hier twee claims met een mediaan van € 1.367.511.

## III De zorgplichtregels in theorie en praktijk



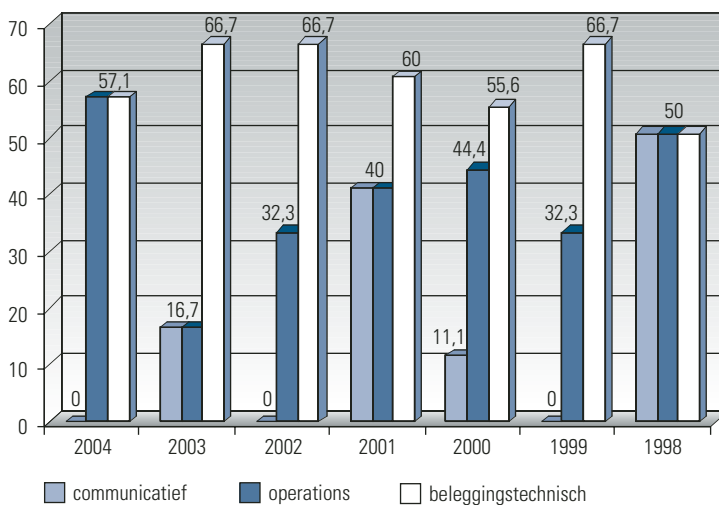
*Figuur 26: Gemiddelde toewijzing van de behandelde klachten over beleggingsadvisering per geclaimde euro (in %)*

lijkt te voorbarig. Allereerst is niet bekend hoeveel vermogensbeheercliënten de verschillende categorieën financiële instellingen bedienen. Een instelling die veel vermogensbeheerdiensten aanbiedt, zal ook een grotere kans lopen dat er een klacht wordt ingediend. Voorts is niet bekend welk percentage van de klachten, om te voorkomen dat deze behandeld worden door de Klachtencommissie DSI, wordt geschikt. Mogelijk schicken de middelgrote en de grote instellingen sneller en laten de kleine instellingen om kostentechnische redenen<sup>273</sup> de klachtencommissie een uitspraak doen. Opmerkelijk is dat drie kleine instellingen een groot gedeelte van de klachten over vermogensbeheer tegen zich in behandeling hebben zien nemen. Dit vertekent het beeld binnen een categorie uiteraard (zie § 7.2.1.3).

Bij de analyse van de klachten die betrekking hebben op vermogensbeheer, komt het kenmerkende verschil tussen vermogensbeheer en beleggingsadvies naar voren. Bij beleggingsadvies speelt de (constante) communicatie tussen de beleggingsadviseur en de cliënt een grote rol. Alvorens er een transactie uitgevoerd zal worden, dient er overleg plaats te vinden en goedkeuring van de cliënt

<sup>273</sup> Dit zijn veelal instellingen met geen of een zeer kleine eigen juridische dienst. Daarnaast kan het zijn dat instellingen een uitspraak van de Klachtencommissie DSI prefereren boven het schicken van een claim. Zie hiertoe het interview met de voorzitter van de Klachtencommissie DSI, prof. mr. C.E. du Perron in DSInfo, nummer 1, 2005, p. 1: "Overigens zien wij instellingen met een goed gestructureerde interne klachtenbehandeling hier naar verhouding toch minder vaak langskomen dan hun collega's. Je weet natuurlijk niet of dat laatste een bewuste keuze is, want sommige partijen prefereren een uitspraak van onze kant."

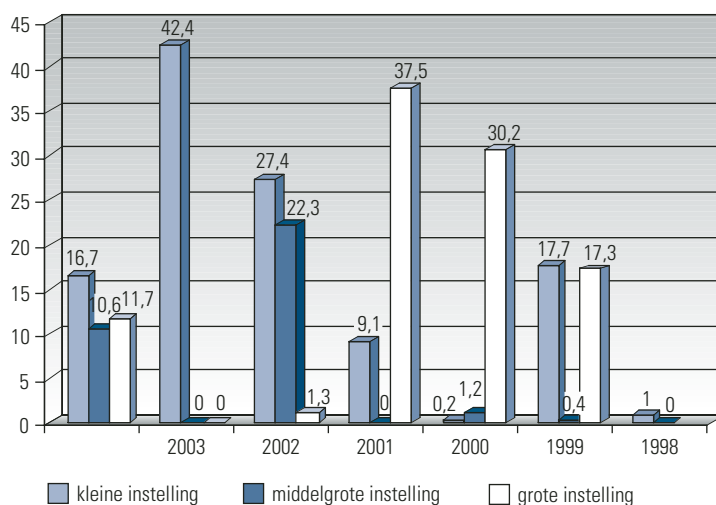
te worden verkregen. Bij discretionair vermogensbeheer is deze communicatie aanmerkelijk minder van belang en veelal minder frequent dan bij beleggingsadvies. De aard van de klachten bij vermogensbeheer bevestigen dit. Met name bij de grote financiële instellingen gaat de klacht in weinig gevallen over de wijze van communiceren, maar doorgaans over beleggingstechnische onderwerpen. Dit laatst genoemde onderwerp blijft ieder onderzoeksjaar een belangrijk percentage vormen van de klachten (in 1998 was dit 50%, in 2004 was dit 57,1%). Ook operations vormt bij de grote instellingen nog regelmatig een bron van ergernis en blijft vrijwel ieder onderzocht jaar boven de 30% van de klachten uitmaken. Bij de middelgrote instellingen kent de aard van de klacht bij vermogensbeheer een variantie. Regelmatig vormen hier zowel de communicatieve als de beleggingstechnische aspecten een belangrijk percentage van de klachten. Tot slot maken beleggingstechnische aspecten bij de kleine instellingen vaak onderdeel uit van een klacht. Dit aspect blijft ieder onderzocht jaar boven de 60% en de meeste jaren boven de 85% van de klachten uitmaken. Opvallend is dat er bij de kleine financiële instellingen over operations en communicatie relatief weinig wordt geklaagd.



*Figuur 27: Verdeling van de aard klacht bij de grote financiële instellingen in de jaren 1998-2004 over vermogensbeheer (in %)*

## III De zorgplichtregels in theorie en praktijk

In de meeste onderzochte jaren blijft de mediaan van de geclaimde bedragen over vermogensbeheer onder de € 100.000.<sup>274</sup> Een analyse naar de gemiddelde toewijzing van de behandelde klachten laat zien dat de grote financiële instellingen tot en met het jaar 2001 met een hoog toewijzingspercentage van de claims te maken hadden. Dit is vanaf het jaar 2002 veranderd. Sindsdien hebben de kleine instellingen te maken met een relatief hoog toewijzingspercentage, terwijl de grote instellingen juist aan de onderkant van dit gemiddelde opereren. In figuur 28 is dit weergegeven.<sup>275</sup>



Figuur 28: Gemiddelde toewijzing van de behandelde klachten over vermogensbeheer per geclaimde euro (in %)

#### 7.2.3.3 Klachten over *execution-only*

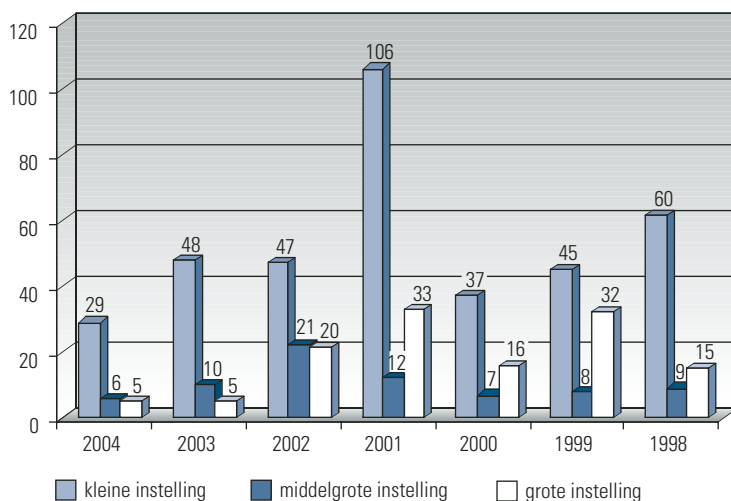
Het aantal klachten dat betrekking heeft op *execution-only* lijkt over een hoogtepunt heen te zijn. Bij de grote en de kleine financiële instellingen kende het jaar 2001, als het gaat om het aantal klachten over *execution-only*, een hoogtepunt (zie figuur 29). Bij de middelgrote instellingen was dit in het jaar 2002. Sindsdien is het aantal klachten bij alle categorieën instellingen (aanzienlijk) gedaald.

Uit de klachten over *execution-only* is eveneens duidelijk af te leiden dat deze dienst voornamelijk wordt aangeboden door de grote financiële instellingen. Wat is de reden voor de forse daling van het aantal klachten over *execution-only*?

<sup>274</sup> In de jaren 2002 en 2004 kregen de middelgrote financiële instellingen hoge claims te verwerken inzake vermogensbeheer.

<sup>275</sup> In onderstaande grafiek is om visuele redenen het toewijzingspercentage dat van toepassing is op de grote financiële instellingen in het jaar 1998, niet meegenomen. Dit betrof 92,6%.





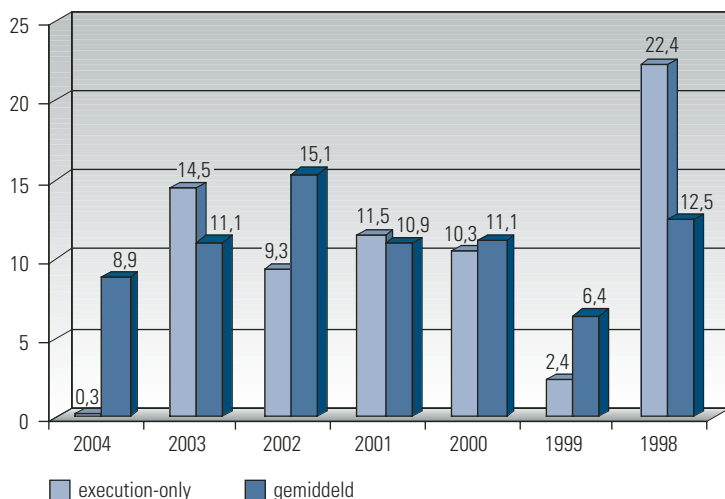
Figuur 29: Aantal klachten over execution-only (in absolute aantallen)

Enerzijds kan dit te maken hebben met de afnemende aandacht onder het grote publiek voor beleggen. Ook hebben de financiële instellingen maatregelen getroffen om problemen met *execution-only* diensten zoveel mogelijk te voorkomen. Zo is er bij *E-brokerage* in beginsel geen menselijke interventie nodig. In de periode na 2002 worden *execution-only* diensten in toenemende mate via internet aangeboden en niet langer via een *callcenter* (waarbij medewerkers orders van cliënten noteren). Dit zou van invloed kunnen zijn op bijvoorbeeld de klachten over de optiehandel. Daar met name de grote financiële instellingen de *execution-only* diensten aanbieden, is het verloop van de klachten bij hen bezien. In 1998 bleek dat 73,5% van alle behandelde klachten over de optiehandel bij *execution-only* voorkwam. Dit is tot en met het jaar 2000 sterk gedaald (1999: 52,4%, 2000: 33,6%). Echter in het jaar 2001 steeg dit percentage weer (53,6%). Weliswaar daalde het vervolgens in 2002 (42,7%), om weer te stijgen naar 59,4% in 2003. In het jaar 2004 daalde het naar 31,9%. Op basis van deze analyse kan worden gesteld dat het percentage problemen met optiehandel bij *execution-only* diensten bij de grote instellingen weliswaar is afgenomen, maar zeker niet geheel onder controle is. In absolute aantallen bleef het aantal klachten redelijk gelijk, alleen het laatste jaar was de daling aanzienlijk: 1998: 61, 1999: 54, 2000: 37, 2001: 45, 2002: 35, 2003: 41, 2004: 15.

De aard van de klachten voldoet min of meer aan de verwachting die men zou kunnen hebben bij een basale dienst als *execution-only*. De dienst bestaat feitelijk uit het correct uitvoeren van beursorders (zie artikel 30 Nadere Regeling gedragstoezicht effectenverkeer 2002). Klachten hebben vaak betrekking op operationele

## III De zorgplichtregels in theorie en praktijk

zaken (onjuiste uitvoering van een beursorder etc.). De menselijke interventie in het voeren van deze dienst is in het geval van telefonische beursorderlijnen beperkt tot het correct noteren van een order en het invoeren hiervan. Het is daarom opmerkelijk dat ook communicatie een belangrijk onderdeel vormt van de klachten over *execution-only*.<sup>276</sup> Dit geldt niet alleen voor de eerste onderzoeksjaren waar *E-brokerage* wellicht niet zo populair was, ook in de laatste onderzoeksjaren blijkt het aspect communicatie nog steeds een belangrijk onderdeel van de klachten te vormen (gemiddeld boven de 60% van de klachten). Beleggingstechnische aspecten vormen, zoals te verwachten is, nauwelijks een onderdeel van de klachten. Dit is verklaarbaar op grond van het feit dat beleggers die gebruik maken van *execution-only* diensten, geheel zelfstandig hun beleggingsbeslissingen nemen. Omdat er geen advisering plaatsvindt, gaan de financiële instellingen ervan uit dat er sprake kan zijn van een beperkte zorgplicht.<sup>277</sup> Dit zegt nog niet zoveel over de aansprakelijkheid van de instelling. De veronderstelling dat financiële instellingen vaker verantwoordelijk worden gehouden bij vermogensbeheer en beleggingsadvies voor geleden schade dan bij *execution-only*, blijkt niet altijd juist. Sterker: er zijn



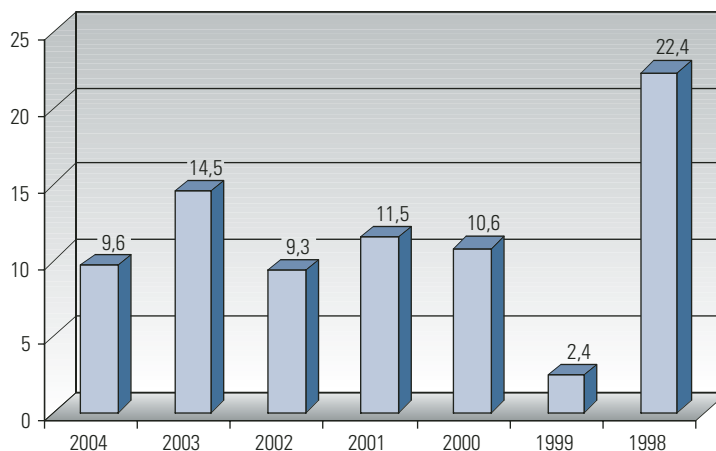
Figuur 30: Toewijzing klachten over *execution-only* ten opzichte van het gemiddelde van de drie diensten (in %)

<sup>276</sup> Een mogelijke verklaring voor het feit dat 'communicatie' een rol speelt bij de klachten over *execution-only*, is dat medewerkers van beursorderlijnen zich niet beperken tot alleen het noteren, terughelen en invoeren van beursorders, maar ook beleggingsinformatie en -opinion geven.

<sup>277</sup> Zo is er alleen sprake van een verkorte toetsing van het cliënten- en/of het risicoprofiel en de saldotoets (artikel 28 lid 2 Nadere Regeling gedragstoezicht effectenverkeer 2002). Zie tevens Zebregs en Van Bommel (2003: 211-220).

jaren waarbij claims over *execution-only* een hogere toewijzing kregen ten opzichte van het gemiddelde van alle drie de diensten (vermogensbeheer, beleggingsadvies en *execution-only*). In figuur 30 is dit duidelijk af te lezen.

Waarom is deze hoge aansprakelijkheid toe te schrijven? Worden de financiële instellingen toch verantwoordelijk gehouden voor het risicovolle beleggingsgedrag van hun cliënten? Dit is zeker niet altijd het geval. Een overgrote meerderheid van die klachten waarbij de instelling 50% of meer aansprakelijk werd gesteld voor het geclaimde bedrag, had betrekking op operationele zaken. Met andere woorden: zaken die financiële instellingen, met name bij een dienst als *execution-only*, op orde zouden moeten hebben. Terwijl het toewijzingspercentage van claims die betrekking hebben op *execution-only* diensten, al vanaf het jaar 2000 rond de 10% beweegt.



Figuur 31: Gemiddelde toewijzing van de behandelde klachten over *execution-only* per geclaimde euro (in %)

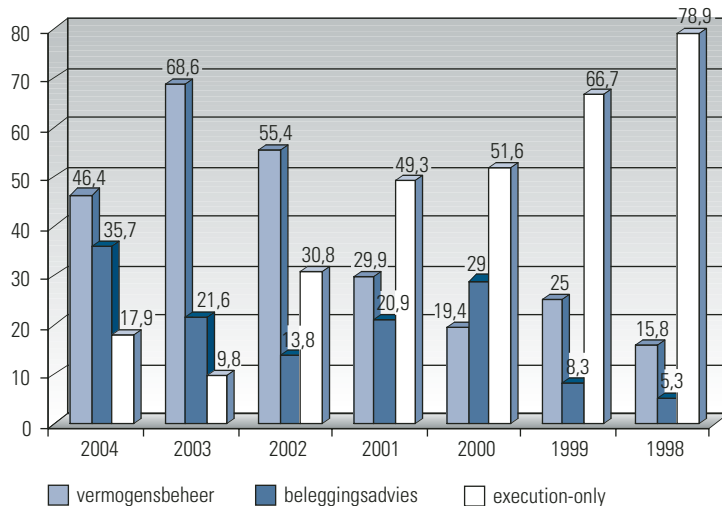
## 7.2.4 Aard van de klachten per categorie financiële instellingen

### 7.2.4.1 Aard van de klachten bij de kleine financiële instellingen

Bij de kleine financiële instellingen zijn er duidelijk maatregelen getroffen bij de *execution-only* diensten. Naar alle waarschijnlijkheid is het aanbieden van deze dienst beperkt of zelfs gestaakt (zie § 4.4 voor meerdere maatregelen die getroffen zijn). Het aantal behandelde klachten ten aanzien van vermogensbeheer ten opzichte van beleggingsadvies en *execution-only* bij de kleine instellingen is na een stijging in het

## III De zorgplichtregels in theorie en praktijk

jaar 2000 aanvankelijk gedaald. Het lijkt er echter op dat de behandelde klachten over vermogensbeheer weer toenemen bij de kleine financiële instellingen. Hetzelfde geldt voor beleggingsadvies, waar het aantal klachten in 2003, maar vooral in 2004 ten opzichte van vermogensbeheer en *execution-only* fors toegenomen is.



*Figuur 32: Klachten over de diensten van een kleine financiële instelling (in %, exclusief klachten over leaseproducten)*

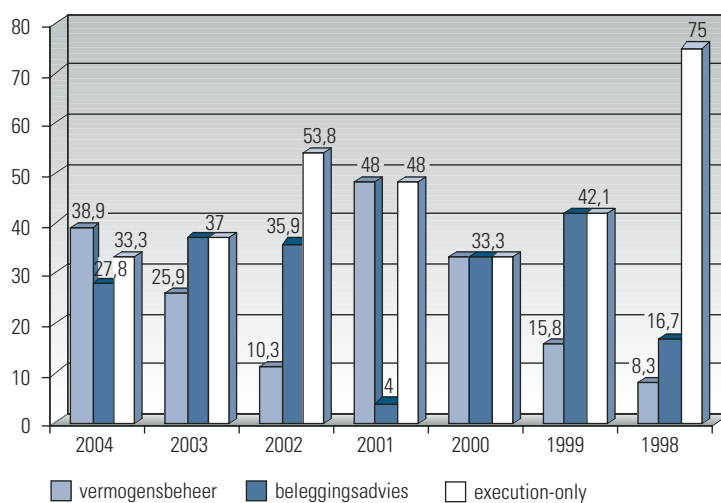
#### 7.2.4.2 Aard van de klachten bij de middelgrote financiële instellingen

Bij het onderzoeken van de behandelde klachten tegen de middelgrote financiële instellingen valt op dat er geen duidelijke trend waarneembaar is. Beurtelings lijken de behandelde klachten over vermogensbeheer, beleggingsadvies en *execution-only* af te nemen, een jaar later neemt het percentage weer toe (zie figuur 33).

#### 7.2.4.3 Aard van de klachten bij de grote financiële instellingen

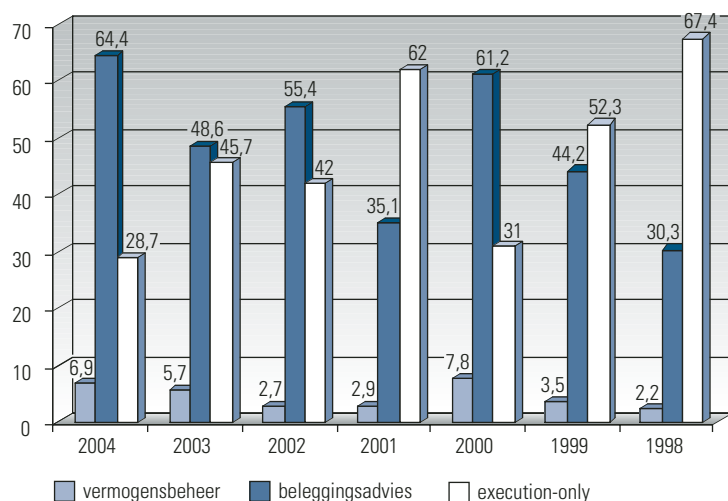
Een geheel ander beeld laat de analyse van de behandelde klachten tegen de grote financiële instellingen zien. Hier zijn een aantal trends vast te stellen. Allereerst valt op dat het percentage behandelde klachten over vermogensbeheer ten opzichte van het totaal aantal behandelde klachten laag blijft (geen enkel jaar komt dit boven de 8% en drie jaren blijft dit onder de 3%). Het is overduidelijk dat de grote financiële instellingen weinig klachten over discretionair vermogensbeheer tegen zich in behandeling krijgen bij de Klachtencommissie DSI. Waarschijnlijk zijn hier de cliënten- en/of risicoprofielen al jaren onderdeel van procedures en vastgelegd in de beheermandaten. Anderzijds is het mogelijk dat

de grote financiële instellingen vaak schikken, hetgeen nader onderzocht moet worden alvorens er conclusies kunnen worden getrokken. Daarnaast hebben de grote financiële instellingen getracht om de (behandelde) klachten over *execution-only* diensten onder controle te krijgen. In eerste aanzet leek men hierin geslaagd (1999 en 2000 kende een sterke daling), echter in het jaar 2001 steeg het percentage behandelde klachten weer aanzienlijk, waarna opnieuw een daling is ingezet. In het laatste onderzochte jaar was het percentage klachten over *execution-only*, afgezet tegen beleggingsadvies en vermogensbeheer, gedaald tot minder dan 30% (zie figuur 34). Tot slot is er duidelijk een stijging waarneembaar bij de klachten over beleggingsadvies. Na een daling in het jaar 2001, is het percentage klachten over beleggingsadvies weer aanzienlijk gestegen. De laatste drie onderzoeks-jaren lag dit rond de 50%. Hoe is deze forse stijging van de behandelde klachten over beleggingsadvies te verklaren? Het is niet uit te sluiten dat particuliere beleggers een grote financiële instelling, die vaak als relatief anoniem wordt gepercipieerd, gemakkelijker aansprakelijk stellen, onder het motto 'het valt altijd te proberen'.



Figuur 33: Klachten over het handelen van een middelgrote financiële instelling (in % van behandelde klachten bij middelgrote financiële instellingen)

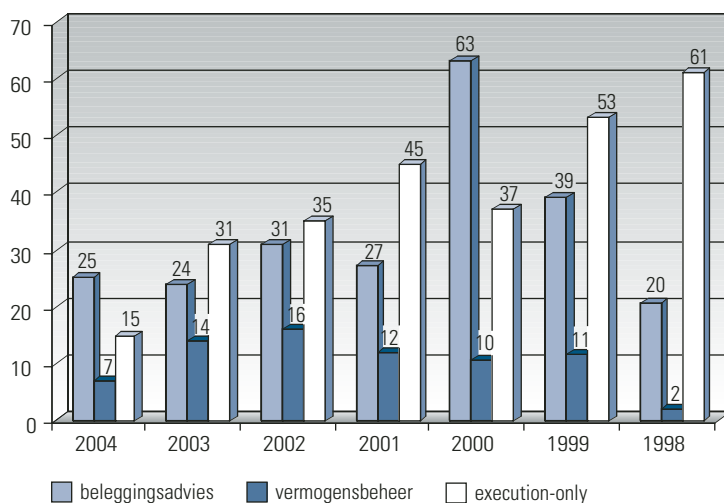
## III De zorgplichtregels in theorie en praktijk



*Figuur 34: Klachten over de diensten van een grote financiële instelling (in %, exclusief klachten over leaseproducten)*

### 7.2.5 Klachten over de handel in derivaten

Het aantal behandelde klachten waarbij er sprake is van de handel in derivaten, is gedurende de onderzoeksjaren fors afgenomen (zie figuur 35). Steeg het aantal klachten van 83 in 1998 naar 103 in het jaar 1999 en 110 in 2000, vanaf 2001 is de daling ingezet. Tot en met het jaar 2003 waren dit achtereenvolgens: 2001: 84, 2002: 82, 2003: 69. Het laatste jaar, 2004, waren er nog 47 klachten. Voor deze daling zijn drie oorzaken aan te voeren. Ten eerste zijn de mores van de handel in derivaten wat bekender geworden bij het brede publiek. Ook de risico's zijn dus bekender geworden. Ten tweede kan verondersteld worden dat de deskundigheid over de derivatenhandel is toegenomen. Eendagsvliegen komen na de beursmalaise van 2000-2002 minder voor. Ten derde hebben de financiële instellingen aanvullende maatregelen getroffen om problemen te voorkomen. Denk hierbij aan continue marginberekeningen en een strikter bewaking hiervan, het informeren over de risico's etc. De daling van het aantal behandelde klachten over de handel in opties heeft zich bij alle financiële diensten voorgedaan. De grootste daling is waarneembaar bij *execution-only*. Hier is het aantal klachten gedaald van 61 in 1998 naar 15 in 2004. Dit kan verklaard worden doordat de handel in derivaten in toename mate via het internet geschiedt. De kans dat er fouten worden gemaakt, is hierdoor afgenomen. Dat hiermee de problemen ten aanzien van de optiehandel bij *execution-only* nog niet opgelost zijn, is besproken in § 7.2.3.3. Vermogensbeheer is gedurende de onderzoeksjaren niet sterk vertegenwoordigd geweest als het gaat om klachten over de derivatenhandel. Dit kan verklaard worden door het gegeven dat een vermo-



*Figuur 35: Behandelde klachten over de handel in derivaten per dienstverlening (in absolute aantallen)*

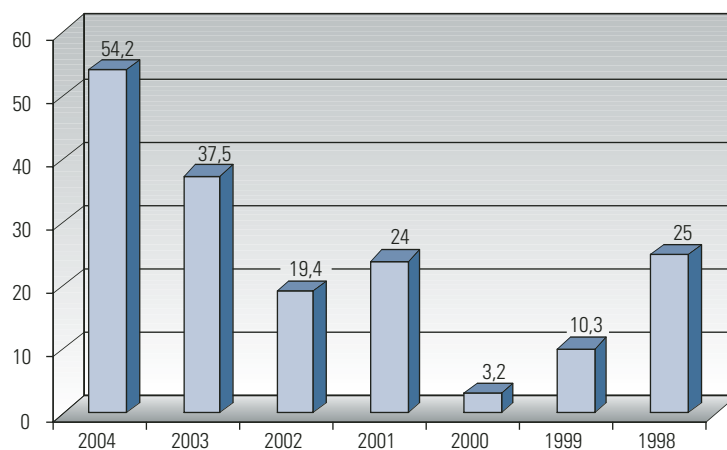
gensbeheerder veelal in beperkte mate derivaten gebruikt en deze doorgaans defensief inzet om zo risico's te verzekeren. Ook mag verondersteld worden dat een vermogensbeheerder kennis en/of ervaring heeft met de handel in derivaten. Het is daarentegen ook mogelijk dat de asymmetrie tussen een cliënt en een vermogensbeheerder dusdanig groot is, dat een cliënt een fout niet volledig doorziet en hierover niet kan klagen. Bij beleggingsadvies blijkt het aantal behandelde klachten over de optiehandel constant en relatief hoog. Klaarblijkelijk gaat er volgens de klagers nog regelmatig wat fout in de begeleiding door de beleggingsadviseur.

Als de problemen bij het beleggingsadvies nader worden geanalyseerd, dan blijkt dat er gedurende de onderzoeksjaren geen grote verschillen zijn waar te nemen in de aard van de klacht. Wel is er een andere conclusie te trekken: de klager die gebruik maakt van een beleggingsadviseur, is klaarblijkelijk vaak onvoldoende bekend met de werking van derivaten. Dit blijkt uit het percentage beleggers dat een beroep doet op het aanwezig zijn van een asymmetrie in kennis en/of ervaring over de handel in derivaten. In toenemende mate blijken particuliere beleggers die gebruik maken van een beleggingsadviseur én beleggen in derivaten, een beroep te doen op een gebrek aan kennis en/of ervaring als een zaak voor de klachtencommissie wordt gebracht. In figuur 36 is dit weergegeven.

## 7.2.6 Klachten over hybride producten

Gedurende de onderzochte jaren heeft het aantal geëmitteerde hybride producten,

## III De zorgplichtregels in theorie en praktijk



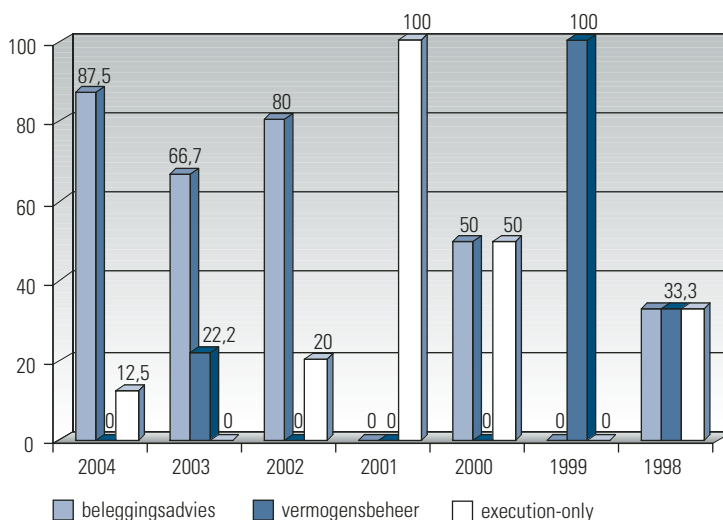
*Figuur 36: Procentueel aantal klagers dat bij beleggingsadvies in combinatie met derivatenhandel een beroep doet op een asymmetrie in kennis en/of ervaring (in % ten aanzien van het totaal aantal klachten over beleggingsadvies in combinatie met derivaten)*

waaronder garantiefondsen, *Reverse Convertibles* en varianten hierop, een enorme vlucht genomen.<sup>278</sup> Door de inzet van complexe financiële instrumenten is het niet altijd eenvoudig de werking van deze producten te doorgronden. Zo is het bij een *Reverse Convertible Note* mogelijk dat de particuliere belegger zich voornamelijk heeft geconcentreerd op de hoge coupon die hij kreeg op deze *note* en niet op de risico's bij de aflossing (hetgeen in aandelen kan geschieden die tegen een hoge koers aan de belegger geleverd worden, terwijl de beurskoers aanzienlijk lager noteert). De belegger kan stellen schade te hebben geleden door een onjuiste of onvolledige voorlichting, of hij meent dat het afgenomen product niet past bij zijn financiële situatie. Hoewel de particuliere belegger deze producten in toenemende mate aangeboden krijgt, zijn er niet veel klachten over behandeld voor de Klachtencommissie DSI.<sup>279</sup> Ten opzichte van het totale aantal behandelde klachten blijft het aantal klachten dat betrekking heeft op hybride producten, opmerkelijk genoeg beperkt tot enkele, ondanks het feit dat deze producten breed onder par-

<sup>278</sup> De omvang van de markt voor *Reverse Convertible Notes* wordt door financiële instellingen geschat op € 1,5 miljard (bron: AFM, Voortdurende zorgplicht: Generieke rapportage van het onderzoek naar Zorgplicht bij ontwikkeling en verkoop van producten, 2005: 24).

<sup>279</sup> In het rapport 'Voortdurende zorgplicht: Generieke rapportage van het onderzoek naar Zorgplicht bij ontwikkeling en verkoop van producten' (oktober 2005) van de Autoriteit Financiële Markten wordt zorg geuit over deze producten. Dat *Reverse Convertible Notes* tot schade kunnen leiden is aangetoond. Dat de verkoop van deze producten ook tot aanzienlijke schade onder een groot aantal particuliere beleggers heeft geleid, kan op basis van de beperkte hoeveelheid behandelde klachten betwijfeld worden. Het is evenwel mogelijk dat claims hieromtrent geschikt zijn.





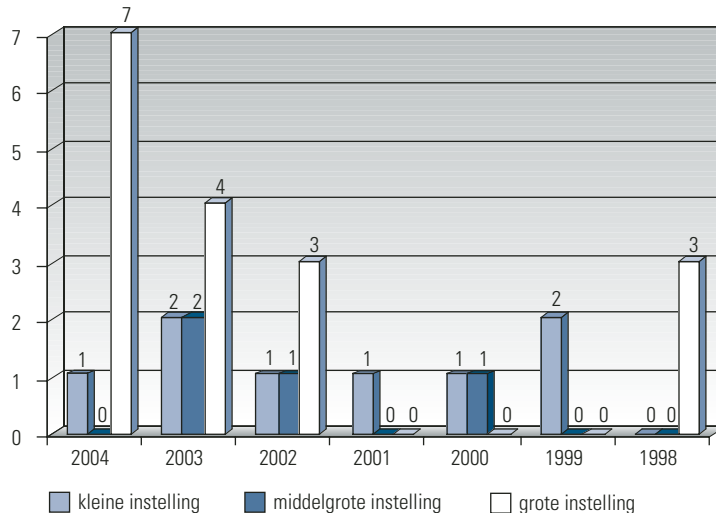
*Figuur 37: Klachten over hybride producten verdeeld per dienst (in % van het totaal aantal klachten over hybride producten)*

ticuliere beleggers zijn en worden aangeboden.<sup>280</sup> In 1998 waren er nog drie behandelde klachten over hybride producten, in 1999 en 2000 waren dit er ieder twee en in 2001 was dit één behandelde klacht. Vanaf het jaar 2002 is het aantal klachten weliswaar gestegen, zij het beperkt (2002: 5, 2003: 9 en 2004: 8). Wat opvalt is, dat de klachten over hybride producten met name de laatste drie onderzochte jaren betrekking hebben op *Reverse Convertible Notes* (of producten met een vergelijkbare werking). Eveneens valt op dat deze producten voor het overgrote gedeelte via beleggingsadvies aangeboden werden. Deze dienst lijkt zich bij uitstek te lenen om dit soort producten aan een breed publiek aan te bieden (zie figuur 37). De aard van de klacht waarbij hybride producten betrokken zijn, is meestal beleggingstechnisch of communicatief van aard (operations komt alleen in het jaar 1998 voor). Ook blijkt de particuliere belegger bij het formuleren van zijn klacht over deze producten in toenemende mate een beroep te doen op een asymmetrie in kennis en/of ervaring. Dit wordt overigens in de gehele onderzoeksperiode bij slechts twee klachten gehonoreerd. Tot slot zou men kunnen veronderstellen dat met name de grote financiële instellingen te maken krijgen met klachten over hybride producten. Zij zijn vrijwel altijd de uitgevende instelling. Op zichzelf is het juist dat de grote instellingen met het leeuwendeel van de klachten over

<sup>280</sup> Daarbij zij opgemerkt dat hybrideproducten zoals *Reverse Convertible Notes* nog niet lang aangeboden worden aan particuliere beleggers.

## III De zorgplichtregels in theorie en praktijk

het adviseren van deze producten te maken krijgen. Toch zijn er ook enkele klachten over de handelwijze van de kleine en de middelgrote financiële instellingen, die betrekking hebben op het adviseren van deze producten (zie figuur 38).



*Figuur 38: Klachten over hybride producten verdeeld per categorie financiële instelling (in absolute aantallen)*

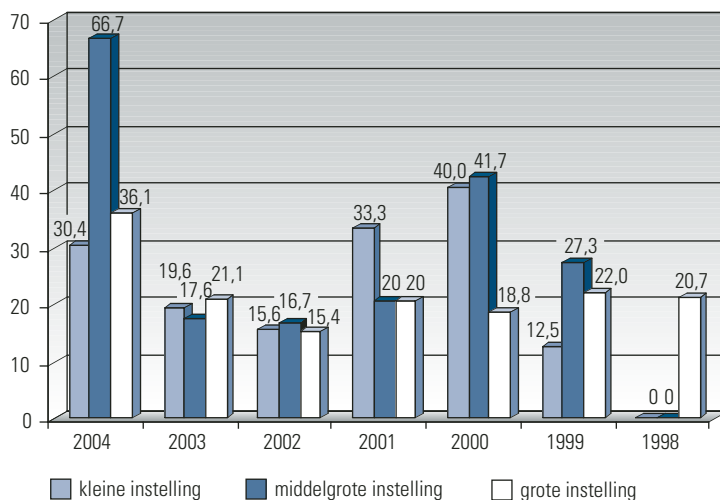
Klachten die worden behandeld over het adviseren van hybride producten, worden pas de laatste drie jaren daadwerkelijk gehonoreerd. Zoals gesteld zijn de klachten voor het overgrote gedeelte tegen de grote financiële instellingen gericht. Het toewijzingspercentage van de klachten over hybride producten is een aantal jaren aanzienlijk hoger dan het gemiddelde van alle klachten. Zo was in het jaar 2002 het toewijzingspercentage van claims (in bedragen) ten opzichte van de totale claim 23,5% en over het jaar 2004: 31,2%.

### 7.2.7 Belegd vermogen als pensioenkapitaal

De overheid trekt zich in toenemende mate terug uit de financiële zorg voor het individu (denk aan de WAO en de VUT-problematiek). Zodoende wordt het individu bijvoorbeeld gedwongen om zelfstandig in een pensioen ter aanvulling op de AOW te voorzien. Na de beursmalaise in de jaren 2000 tot 2002 is er veel aandacht geweest voor de onderdekking waar de pensioenfondsen mee geconfronteerd werden.<sup>281</sup> Er zou (te) veel in aandelen zijn belegd, waardoor de pensioenvoorziening in gevaar zou kunnen komen. Dit lijkt de klagende particuliere belegger of diens raads-

<sup>281</sup> Zie Pensioen- en Verzekeringskamer (PVK) Studie 8.

man niet te zijn ontgaan. In toenemende mate deden particuliere beleggers een beroep op het feit dat hun belegde kapitaal bedoeld was voor een (aanvulling) op hun pensioenvoorziening. De financiële instelling zou volgens hen niet afdoende onderzoek hebben gedaan naar de beleggingsdoelstelling (conform artikel 28 lid 1 Nadere Regeling gedragstoezicht effectenverkeer 2002), waardoor te risicovolle beleggingen zijn aangegaan of geadviseerd. In een toenemend aantal gevallen werd de financiële instelling hiervoor aansprakelijk gesteld. Er is onderzocht in hoeverre er een beroep is gedaan op het pensioenaspect én in hoeverre dit is gehonoreerd. Het aantal klachten over het vermeend onjuist beleggen van het pensioenvermogen is afgezet tegen het totaal aantal klachten per categorie instelling. Hierbij is alleen beleggingsadvies en vermogensbeheer gezien.<sup>282</sup> Uit deze analyse blijkt dat het percentage klachten over beleggingsadvies of vermogensbeheer, waarbij het pensioenaspect een rol speelt, fors is toegenomen. In het laatste onderzoeksjaar is dit bij alle financiële instellingen meer dan 30% van de behandelde klachten. Terwijl in het jaar 2003 dit nog rond de 20% lag. In de jaren 2000 en 2001 werden de kleine financiële instellingen relatief vaak aansprakelijk gesteld op grond van het pensioenaspect, maar de twee jaren daarna nam dit percentage weer af (zie figuur 39).

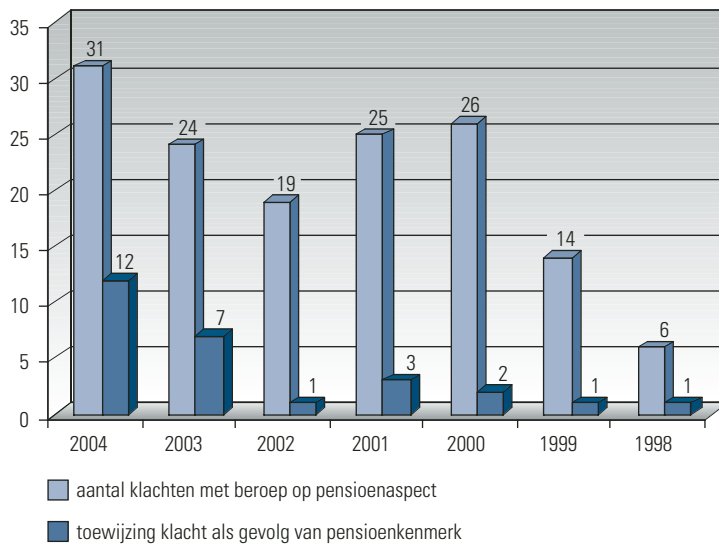


*Figuur 39: Verdeling van het aantal klachten waarbij een beroep is gedaan op het pensioenaspect als percentage van het totaal aantal klachten over vermogensbeheer en beleggingsadvies per categorie financiële instelling (in %)*

<sup>282</sup> Dit om te voorkomen dat er een vertekening plaatsvindt tussen de categorieën financiële instellingen. Immers: grote financiële instellingen zagen aanmerkelijk meer klachten tegen zich in behandeling worden genomen over *execution-only* diensten. Kleine en middelgrote financiële instellingen voeren deze dienst niet of aanmerkelijk minder vaak.

## III De zorgplichtregels in theorie en praktijk

In 1998 hebben 6 beleggers<sup>283</sup> geklaagd over het feit dat hun belegd kapitaal bedoeld was voor een pensioenvoorziening. In het jaar 2004 waren dit 31 beleggers.<sup>284</sup> Hoe stelde de Klachtencommissie DSI zich op in deze toename van het aantal ‘pensioenklachten’? Uit dit onderzoek blijkt dat het percentage toewijzingen van klachten met een beroep op het pensioenaspect aanzienlijk is toegenomen.



*Figuur 40: Verdeling van het aantal klachten waarbij een beroep is gedaan op het pensioenaspect, versus de honorering van dit aspect door de Klachtencommissie DSI (in absolute aantallen, exclusief leaseproducten)*

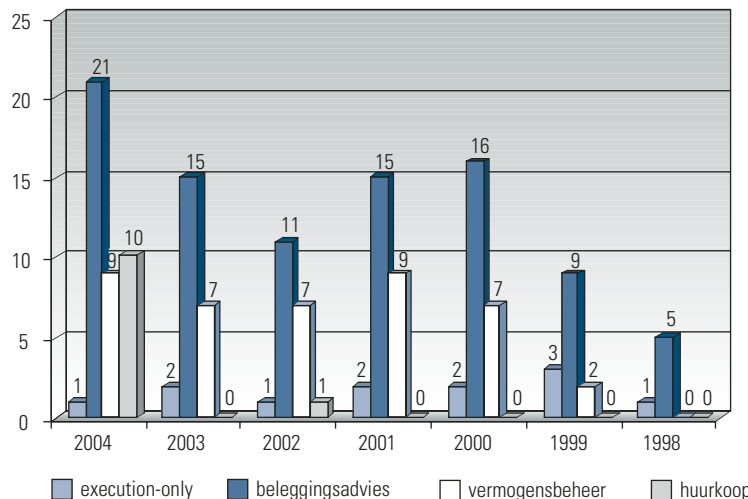
In percentages is de toewijzing van een klacht met het pensioenaspect ten opzichte van de claim door de Klachtencommissie DSI gestegen.<sup>285</sup> Was dit in het jaar 1998 nog 16,7%, in het jaar 2004 was dit naar 38,7% gestegen. Klaarblijkelijk hecht de klachtencommissie in toenemende mate aan het pensioenaspect bij het beoordelen van een klacht. Er is bovendien één dienst waar het pensioenaspect regelmatig terugkomt: beleggingsadvisering. Hiermee wordt de importantie van een goede invulling van het ‘Ken Uw Cliënt’-beginsel opnieuw aangetoond. Mogelijk wordt bij vermogensbeheer de beleggingsdoelstelling zorgvuldiger schriftelijk vastgelegd dan bij beleggingsadvisering. Ook is het

<sup>283</sup> Hetzij natuurlijke personen, hetzij rechtspersonen.

<sup>284</sup> Dit is exclusief tien klachten over leaseproducten, waarbij er een beroep werd gedaan op het pensioenaspect. De leaseproblematiek los gezien te worden van de effectendienstverlening en voorsnog beschouwd wordt als een eenmalig event.

<sup>285</sup> Zie ook Mok (2005: 18) die stelt dat klachten over vermogensbeheer betrekkelijk vaak op niets uitlopen, maar dat een beheerd vermogen met een aantoonbare pensioendoelstelling waarmee de beheerder onvoldoende rekening houdt, veelal tot een veroordeling tot schadevergoeding leidt.

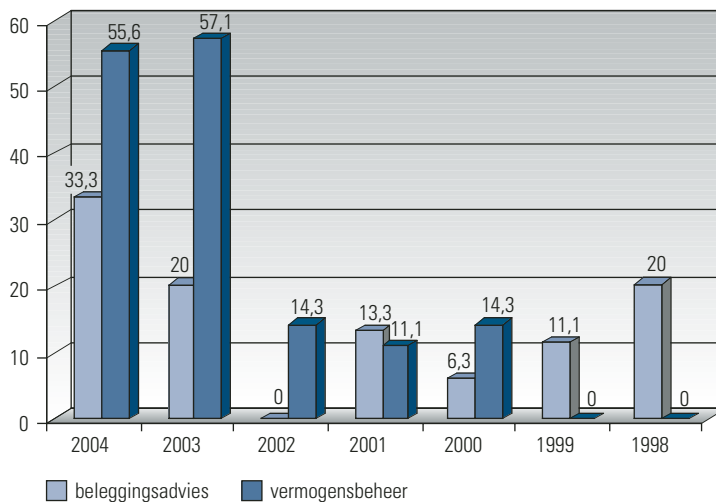
mogelijk dat de klager tracht om de autonomie die hij heeft binnen beleggingsadvisering, en dus ruimte voor een eigen inbreng laat, om te zetten in een gebrek aan beschermende maatregelen van de zijde van de beleggingsadviseur.



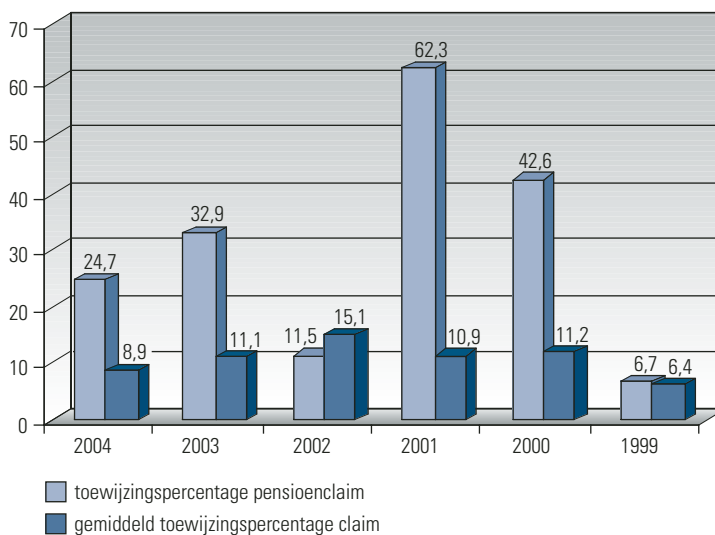
*Figuur 41: Verdeling van het aantal klachten waarbij door de klager een beroep is gedaan op het pensioenaspect per dienstverlening (in absolute aantallen, inclusief leaseproducten)*

In absolute aantallen wordt er vaker over beleggingsadvisering geklaagd met het pensioenaspect als onderdeel van de klacht. De toewijzing van de klachten over vermogensbeheer waar het pensioenaspect een rol speelt, is echter hoger dan bij beleggingsadvisering. Met name is dit het geval in de jaren 2003 en 2004. De slaggingskans van een beroep op het pensioenaspect lijkt derhalve bij vermogensbeheer groter dan bij beleggingsadvies. Dit kan wederom verklaard worden door de schriftelijke vastlegging die bij vermogensbeheer gebruikelijker is dan bij beleggingsadvisering. Met andere woorden: de onduidelijkheid die bij beperkte schriftelijke vastlegging een nadeel kan vormen in een juridische procedure, kan evenzogoed een voordeel blijken. Immers: onzorgvuldig handelen zal eerder een deskundige partij worden aangerekend dan een particuliere belegger die stelt geen kennis en/of ervaring te hebben op het gebied van beleggen. Daarbij heeft de particuliere belegger bij beleggingsadvisering een nadrukkelijke eigen verantwoordelijkheid voor de beleggingsbeslissingen en het beleggingsresultaat. Is bij vermogensbeheer het pensioenaspect schriftelijk vastgelegd (als onderdeel van het contract of in gespreksnotities) en wordt dit niet of niet afdoende nageleefd, dan is een eventuele aansprakelijkheid van de financiële instelling evident.

## III De zorgplichtregels in theorie en praktijk



*Figuur 42: Honorering van de klacht indien er een beroep is gedaan op het pensioenaspect per dienstverlening (in %, exclusief leaseproducten)*

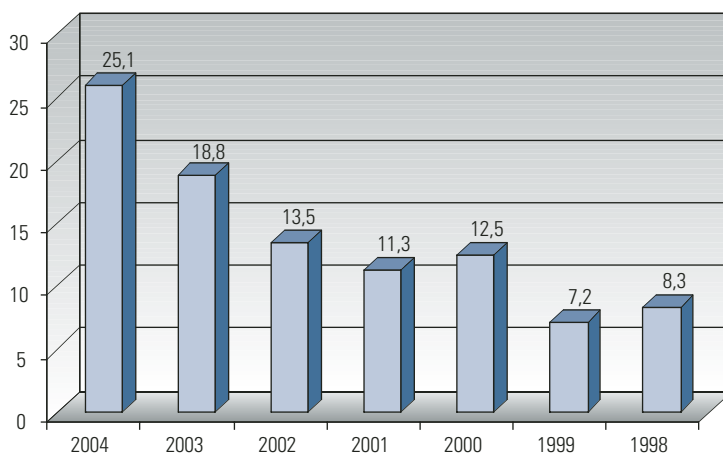


*Figuur 43: Toewijzingspercentage claim indien het pensioenaspect wordt gehonoreerd versus gemiddelde toewijzing claims (in %)*

Indien een klacht waarbij de klager een beroep doet op het feit dat er onvoorzichtig is omgegaan met zijn pensioengeld, wordt gehonoreerd, dan is het gemiddelde toewijzingspercentage in vrijwel alle gevallen hoger dan het gemiddelde van alle toegewezen claims van dat desbetreffende jaar. Daarbij moet worden opgemerkt dat het aantal gehonoreerde klachten over het pensioenaspect over de jaren 2002, 1999 en 1998 slechts één uitspraak betrof en op basis hiervan over deze jaren geen conclusie kan worden getrokken (zie figuur 43).

### 7.2.8 Asymmetrie als onderbouwing van de klacht

Uit de analyse van de uitspraken blijkt dat de klager in toenemende mate een beroep doet op een asymmetrie in kennis van en/of ervaring met beleggen. Het aantal zaken waarin een asymmetrie als argument wordt gebruikt, is gedurende de onderzoeksjaren aanzienlijk gestegen (zie figuur 44).



*Figuur 44: Aantal malen dat klagers een beroep doen op een asymmetrie in kennis en/of ervaring ten opzichte van het totaal aantal behandelde klachten door Klachtencommissie DSI (in %)*

Wordt dit beroep op asymmetrie ook gehonoreerd door de Klachtencommissie DSI? Alles overwegende kan worden gesteld dat de honorering van een beroep op asymmetrie niet enorm gestegen is in de loop van de onderzoeksjaren. De jaren 1999 en 2003 vormden hierop een uitzondering. In 1999 werd 45,5% en in 2003 werd 33,3% van het aantal klachten waarbij de klager de asymmetrie (mede) als grond aanvoerde, toegewezen. Bij de overige onderzochte jaren bevond het toewijzingspercentage zich onder de 24%, waarbij 1998 (10%), 2002 (12,9%) en 2004 (18%) zich ruim onder de 20% toewijzing bevonden.

### III De zorgplichtregels in theorie en praktijk

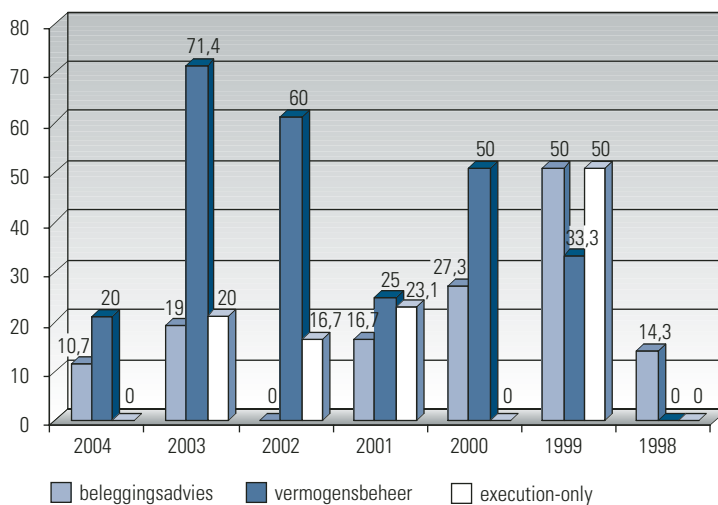
Wordt er per soort dienstverlening gekeken, dan valt op dat de klachtencommissie met name veel gewicht toekent aan de wijze waarop de financiële instellingen omgaan met een asymmetrie in kennis en/of ervaring in het geval van vermogensbeheer. De opstelling van de Commissie is te verklaren, aangezien de verantwoordelijkheid van de vermogensbeheerder, en het vaak (blinde) vertrouwen dat een particuliere belegger heeft in diens expertise (zie § 3.3.3), zwaarwegend is. De particuliere belegger maakt in veel gevallen gebruik van de diensten van een beroepsmatige vermogensbeheerder om de asymmetrie in kennis en/of ervaring te overbruggen. Dat deze particuliere belegger, nadat er schade is ontstaan, stelt dat hij geen kennis en/of ervaring heeft met beleggen en op die grond de handelingen van de beroepsmatige vermogensbeheerder niet altijd afdoende kon en kan beoordelen, wordt regelmatig gehonoreerd door de Klachtencommissie DSI. Met name in de jaren 2000, 2002 en 2003 wierp een beroep op een asymmetrie regelmatig vruchten af. Opmerkelijk is dat de Klachtencommissie DSI in het jaar 2004 aanmerkelijk minder gevoelig bleek te zijn voor dit argument. Ten opzichte van de eerder genoemde jaren werd in 20% van het totaal aantal behandelde klachten van de gevallen over vermogensbeheer een beroep op asymmetrie gehonoreerd. Voorts valt op dat bij beleggingsadvisering en *execution-only* het toewijzingspercentage van een klacht (mede) op basis van een veronderstelde asymmetrie, gelijk is gebleven over de laatste jaren. Dit bevindt zich rond de 20%. Grafisch is het percentage toegewezen klachten met een beroep op een asymmetrie ten opzichte van het totale aantal klachten in figuur 45 weergegeven.

#### 7.2.9 Klachten over onjuist gebruik van het cliënten- en/of risicoprofiel

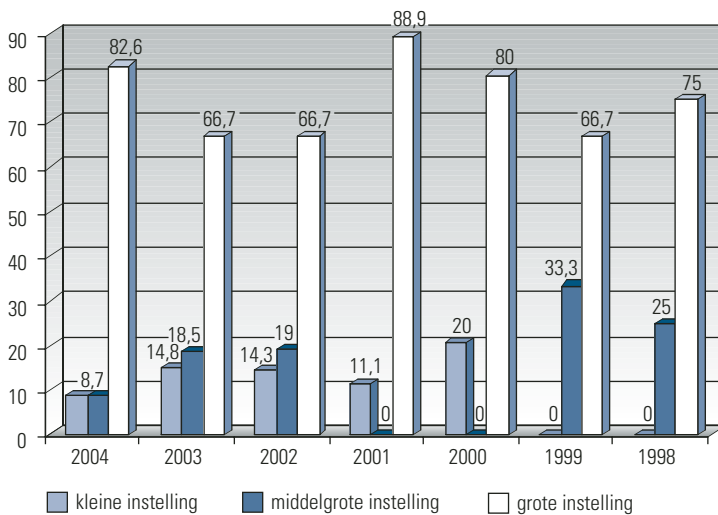
Sinds de verplichtingen tot het inwinnen van informatie en het schriftelijk of elektronisch vastleggen daarvan, is het aantal behandelde klachten over de inzet en werking van het cliënten- en/of risicoprofiel explosief toegenomen. In de eerste onderzoeksjaren is het aantal klachten hierover beperkt. Achtereenvolgens waren dit er 5 (1998), 6 (1999) en 7 (2000). Vanaf het jaar 2001 steeg het aantal behandelde klachten over dit aspect bovenmatig. Het jaar 2001 kende 19 behandelde klachten, 2002: 44, 2003: 41 en het jaar 2004 37 klachten. De twee soorten dienstverlening waar een cliënten- en/of risicoprofiel het meest wordt ingezet in een klacht, zijn beleggingsadvisering en vermogensbeheer. Ook is er een onderscheid te maken per categorie instelling. Als de dienst beleggingsadvisering nader wordt geanalyseerd, dan blijkt dat met name de grote financiële instellingen te kampen hebben met klachten over het verkeerd gebruik van het profiel. Een eenduidige reden hiertoe is niet te geven. De onderlinge verschillen zijn in figuur 46 weergegeven.



## 7 Resultaten documentenonderzoek behandelde klachten Klachtencommissie DSI



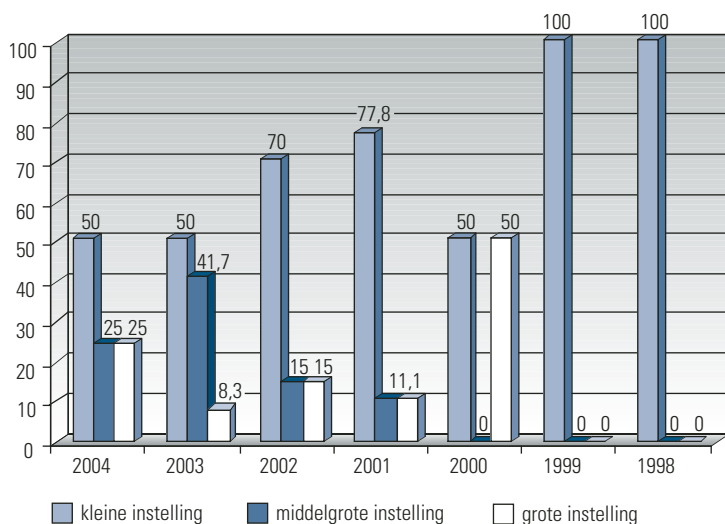
*Figuur 45: Honorering van het aantal klachten met beroep op een asymmetrie in een percentage ten opzichte van het totale aantal klachten waarbij er een beroep wordt gedaan op een asymmetrie (in %)*



*Figuur 46: Verdeling van de klachten over beleggingsadvies waarbij het cliënten- en/of risicoprofiel een rol speelt, verdeeld over de categorieën instellingen (in %)*

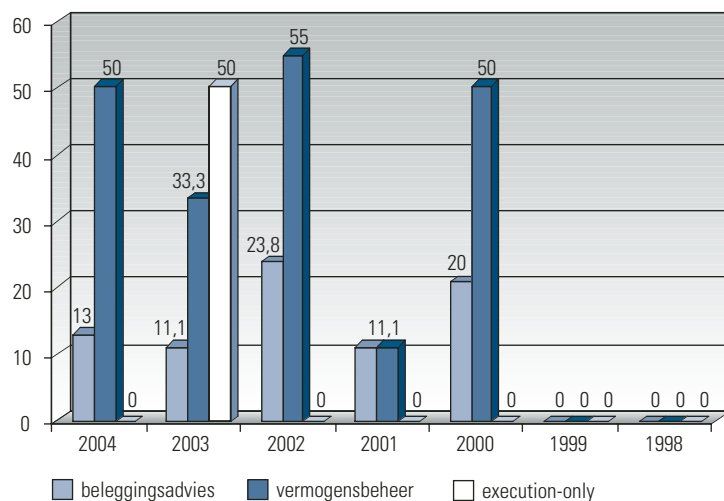
## III De zorgplichtregels in theorie en praktijk

Kijken we naar vermogensbeheer, dan ontstaat er een volstrekt ander beeld (zie figuur 47). Grote financiële instellingen hebben aanmerkelijk minder te maken met klachten over het gebruik van het risicoprofiel ten opzichte van met name de kleine financiële instellingen. Ook hier kan men alleen raden naar de reden, maar ook uit andere analyses blijkt dat de grote financiële instellingen aanmerkelijk minder klachten over hun vermogensbeheeractiviteiten voor de Klachtencommissie DSI te verwerken krijgen ten opzichte van de middelgrote, maar vooral ten opzichte van de kleine financiële instellingen.



*Figuur 47: Verdeling van de klachten over vermogensbeheer waarbij het cliënten- en/of risicoprofiel een rol speelt, verdeeld over de categorieën instellingen (in %)*

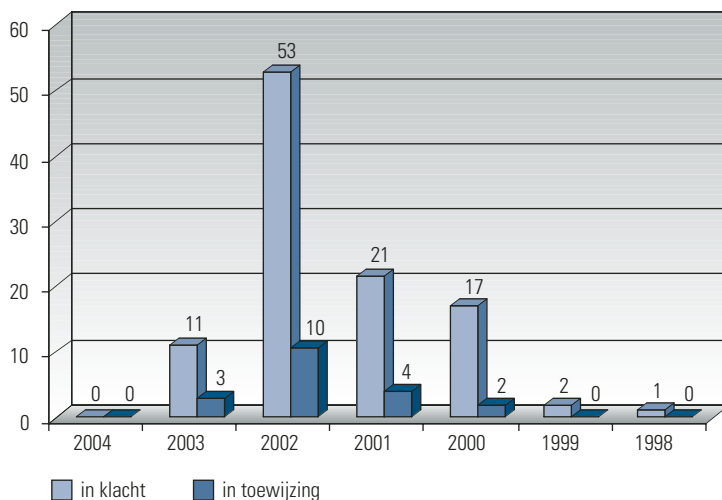
Een behandelde klacht waarbij (mede) geklaagd wordt over het onjuist gebruik van het cliënten- en/of risicoprofiel, hoeft lang niet altijd gehonoreerd te worden. Het valt op dat gedurende de eerste onderzoeksjaren er geen toewijzing was van de klachten die betrekking hadden op het gebruik van het profiel. Pas in het jaar dat er via nadere regelgeving sprake was van een verplichting, werd de betrokken financiële instelling hier verantwoordelijk voor gesteld door de Klachtencommissie DSI. Uit de onderzoeksgegevens blijkt dat vanaf het jaar 2000 instellingen vaker aansprakelijk werden gesteld. Met name bij vermogensbeheer wordt het onjuist gebruik van het profiel zwaar aangerekend. Dit blijkt met name uit de laatste onderzoeksjaren (zie figuur 48).



*Figuur 48: Toewijzing van klachten over het gebruik van het cliënten- en/of risicoprofiel per categorie dienstverlening (in %)*

### 7.2.10 Performance als onderdeel van de klacht

Het uiteindelijke doel waarvoor een cliënt belegt, is het behalen van rendement. Vanuit deze optiek is het interessant te weten of en met welke regelmaat een



*Figuur 49: Behaalde performance als onderdeel van een klacht versus toewijzing van dit aspect door de Klachtencommissie DSI (in %)*

### III De zorgplichtregels in theorie en praktijk

cliënt klaagt over het behaalde rendement. Met *performance* wordt in dit verband het behaalde rendement afgezet tegen een relevante *benchmark* bedoeld.

In het jaar 2002 (waarbij de klacht veelal ingediend is in het jaar 2001) is er een enorme stijging waar te nemen van het aantal klachten over de *performance*. Ook de toewijzing van de klacht is dat jaar gestegen. Dit is het jaar dat koersen op de aandelenmarkten fors daalden. Echter, in het jaar 2003 is het aantal klachten waarbij *performance* een rol speelt, weer sterk gedaald. In het jaar 2004 was er zelfs geen klacht ingediend die betrekking had op de behaalde *performance* (zie figuur 49).

## 7.3 Conclusies

Op basis van dit documentenonderzoek is het mogelijk enkele conclusies over beleggingsadvisering te trekken. Zo is het mogelijk de aansprakelijkheid te kwantificeren en nader inzicht te geven in de operationele context waarop de financiële instelling juridisch aangesproken wordt. Het is niet mogelijk om conclusies over de gehele verantwoordelijkheid van de beleggingsadviseur te trekken.

Met name de grote financiële instellingen krijgen veel klachten over hun beleggingsadviesdienst. Dit is te verklaren doordat zij ook een groot aantal particuliere beleggers als cliënt hebben. Wat echter opvalt, is dat de klachten over beleggingsadvisering vaak betrekking hebben op de wijze van communiceren of op beleggingstechnische aspecten. Toch kan hiermee niet gesteld worden dat de Klachtencommissie DSI deze grote instellingen ook aansprakelijk stelt voor datgene waarover de particuliere belegger klaagt. De toewijzing van claims over beleggingsadvisering is relatief laag en constant. Kleine financiële instellingen hebben daarentegen veel te maken met klachten over vermogensbeheer, waarbij de toewijzing eveneens hoger is dan gemiddeld. Alhoewel het aantal klachten over *execution-only* de laatste jaren aanzienlijk is gedaald, zijn de problemen nog niet geheel onder controle. Toewijzingen van claims zijn hoog en vaak gericht op operationele aspecten. Hierin kunnen nog verbeteringen worden doorgevoerd. Daarnaast speelt het aspect ‘communicatie’ bij *execution-only* een belangrijke rol, hetgeen opmerkelijk is, daar er bij het populaire *E-brokerage* nauwelijks tot geen sprake is van enige menselijke interventie. Er wordt dus nog vaak over de telefonische beursorderlijnen geklaagd. Door een betere organisatie zal het aantal operationele problemen terug kunnen worden gedrongen bij *execution-*

*only*. Op die manier kan naar alle waarschijnlijkheid het aantal claims dat 50% of meer toegewezen wordt, afnemen.

Waarop hebben de klachten over beleggingsadvisering betrekking? Waren operationele aspecten gedurende de eerste onderzoeksjaren nog vaak onderdeel van een klacht, in toenemende mate maken beleggingstechnische aspecten hier deel van uit. Daarbij kan er geen onderscheid worden gemaakt tussen de drie categorieën financiële instellingen. Het aantal klachten over beleggingsadvisering waar de klager stelt over onvoldoende beleggingskennis en/of -ervaring te beschikken, neemt aanzienlijk toe. Dit blijkt met name bij klachten over de handel in derivaten. Al met al kan worden gesteld dat de klachten over de handel in derivaten afnemen. Toch is het aantal klachten over de handel in derivaten bij één dienst de laatste jaren nauwelijks gedaald: beleggingsadvisering. Ook hier doet de particuliere belegger die gebruik maakt van deze dienst, in toenemende mate een beroep op een gebrek aan kennis van het beleggen in derivaten of hij stelt onvoldoende ervaring erin te hebben. Een ander voorbeeld is het adviseren van hybride producten zoals *Reverse Convertible Notes*. Alhoewel het aantal klachten over het gebruik van deze producten beperkt is, zijn de klachten vrijwel allemaal gericht op beleggingsadvisering. Ook hier wordt in toenemende mate een beroep gedaan door de klager op een asymmetrie in kennis en/of ervaring. Ondanks dat er vaak een beroep wordt gedaan op een asymmetrie bij beleggingsadvisering, wordt dit niet in grote aantallen gehonoreerd door de Klachtencommissie DSI. Bij vermogensbeheer was de toewijzing op dit aspect met name in de jaren 2002 en 2003 wel relatief hoog.

Daarnaast wordt er zeer regelmatig gesteld dat de financiële instelling (bij monde van de beleggingsadviseur) onvoldoende onderzoek heeft verricht naar de (financiële) achtergronden van de belegger, waardoor het verstrekte beleggingsadvies onvoldoende afgestemd zou zijn op de financiële positie en de beleggingsdoelstellingen van de particuliere belegger. Dit blijkt uit de aanzienlijke toename van het aantal klachten over het onjuist gebruik van het cliënten- en/of risicoprofiel. Met name particuliere beleggers die gebruik maken van de diensten van een beleggingsadviseur bij een grote financiële instelling, klaagden vaak. In het beeld met het vermeend onjuist gebruik van het cliënten- en/of risicoprofiel, past het toenemende aantal klachten over het pensioenaspect. Het aantal klachten waarbij, in een aantal gevallen *ex post*, gesteld wordt dat het belegde kapitaal bedoeld is als pensioenkapitaal, is enorm toegenomen. Ook hierbij spant beleggingsadvisering de kroon. De toewijzing van het beroep op het pensioenaspect door de Klachtencommissie DSI is echter bij vermogensbeheer aanmerkelijk hoger dan bij beleggingsadvisering.

### III De zorgplichtregels in theorie en praktijk

De complexiteit van de klachten neemt toe. In toenemende mate bestaat een klacht uit verscheidene aspecten. In de eerste onderzoeksjaren was dit nog niet het geval. Pas in de jaren 2002 en 2003 werd kennis en/of ervaring in combinatie met het onjuist gebruik van het cliënten- en/of risicoprofiel vaak ingezet. De laatste onderzoeksjaren is dit met name pensioengeld in combinatie met kennis en/of ervaring en pensioengeld in combinatie met het profiel. Tevens worden klachten in toenemende mate op drie aspecten gebaseerd (pensioen, cliënten- en/of risicoprofiel en kennis en/of ervaring). Er kan worden gesteld dat nieuwe regelgeving of relevante jurisprudentie bij de effectendienstverlening ervoor heeft gezorgd dat een klager zijn klaagschrift hierop baseert.

Het voldoen aan het 'Ken Uw Cliënt'-beginsel zorgt nog vaak voor problemen, met name bij beleggingsadvisering. Nadrukkelijk onderzoek en vastlegging van kennis en ervaring is hierbij essentieel. Nieuwe regelgeving ten aanzien van het 'Ken Uw Cliënt'-beginsel heeft tot op heden geleid tot een forse toename van het aantal klachten en toewijzingen op dit gebied. Beleid gemaakt door de rechterlijke macht<sup>286</sup> of de Klachtencommissie DSI heeft eveneens een duidelijk effect op de aard van de klachten (zoals zichtbaar is bij de toename van het aantal 'pensioenklachten'). De algehele daling van de aandelenkoersen heeft voornamelijk in de jaren 2000-2002 tot een grote stroom klachten over de *performance* van de beleggingen geleid.

Tot slot is het opmerkelijk dat het aantal klachten met betrekking tot hybrideproducten relatief laag is. Klachten die worden behandeld over het adviseren van hybride producten, worden pas de laatste drie jaren daadwerkelijk gehonoreerd. De klachten zijn voor het overgrote gedeelte tegen de grote financiële instellingen gericht. Het toewijzingspercentage (in bedragen) van de klachten over hybride producten ligt in een aantal onderzochte jaren aanzienlijk hoger dan het gemiddelde van alle klachten. Zo was in het jaar 2002 het toewijzingspercentage van claims ten opzichte van de totale claim 23,5% en over het jaar 2004 31,2%.

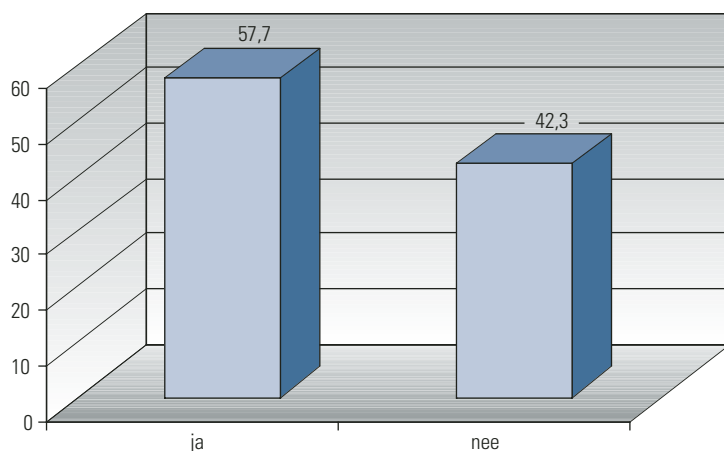
In dit hoofdstuk zijn conclusies getrokken over de normen van de zorgplicht op basis van een documentenonderzoek van behandelde klachten door de Klachtencommissie DSI. Zoals eerder gesteld is 'de praktijk' hier eng gedefinieerd. Van deze enge definitie nemen we hier afscheid. In de hoofdstukken 8, 9 en 10 is onderzocht hoe de actoren die direct betrokken zijn bij de effectendienstverlening, in de praktijk omgaan met de regels en de verplichtingen die voortvloeien uit de zorgplicht.

<sup>286</sup> Zie over de rol van de rechterlijke macht Wiarda (1988).

## 8 De regelgeving en jurisprudentie volgens de particuliere beleggers

### 8.1 De kennis van het begrip 'zorgplicht'

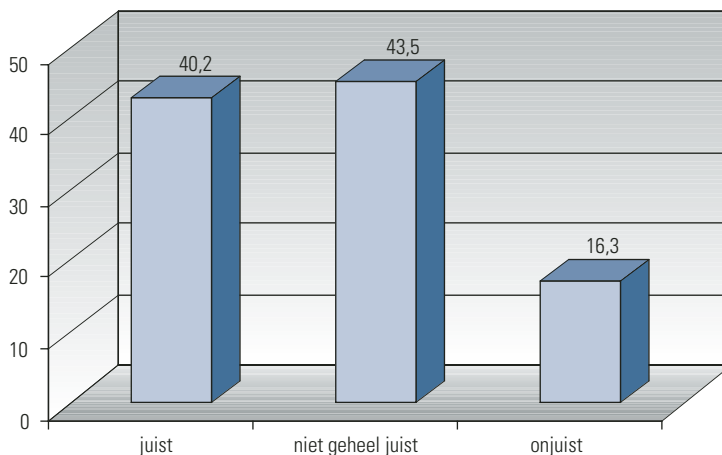
Op basis van de brede aandacht in de media zou verondersteld kunnen worden dat particuliere beleggers bekend zijn met het begrip 'zorgplicht'. Uit de telefonische enquête onder particuliere beleggers blijkt dat het begrip 'zorgplicht' redelijk bekend is; 57,7% hen stelt dit begrip te kennen. Daarbij moet worden vermeld dat de kennis van het begrip 'zorgplicht' met name afhangt van de genoten opleiding van de belegger. Er is een significant verschil tussen hoogopgeleide particuliere beleggers (62,9%) enerzijds en middelbaar opgeleide particuliere beleggers (50,7%) anderzijds. Daarnaast zeggen beleggers die zelfstandig (*online*) beleggen, (65,5%) aanmerkelijk vaker het begrip 'zorgplicht' te kennen dan beleggers die via een beleggingsadviseur beleggen (54,3%).



*Figuur 50: 'Kent u het begrip 'zorgplicht'?' (volgens de particuliere beleggers, n=1.001, in %)*

## III De zorgplichtregels in theorie en praktijk

Van de groep particuliere beleggers die het begrip 'zorgplicht' kennen, kan 61,3% een omschrijving geven. Hierbij is een verschil waar te nemen tussen hoogopgeleide particuliere beleggers (67,8%) en middelbaar opgeleide particuliere beleggers (48,4%). Van de laagopgeleide particuliere beleggers kan 41,2% het begrip 'zorgplicht' omschrijven.<sup>287</sup> Er is bovendien een significant verschil tussen oudere beleggers ( $\geq 50$  jaar) en jongere beleggers ( $< 35$  jaar) en beleggers van middelbare leeftijd (35-49 jaar). Van de oudere beleggers kan 69,2% een omschrijving geven, tegen 53,3% van de jongere en 55,8% van de beleggers van middelbare leeftijd. Van diegenen die aangeven het begrip 'zorgplicht' te kunnen omschrijven, geeft 40,2% een correcte omschrijving, 43,5% geeft een enigszins correcte omschrijving en 16,3% een incorrecte omschrijving. Vrouwen (23,6%) geven ten opzichte van mannen (12,6%) vaker een incorrecte omschrijving van het begrip 'zorgplicht'. Ook beleggers, ouder dan 50 jaar, die in eerste aanzet significant vaker dan jongere beleggers aangaven het begrip 'zorgplicht' te kennen, blijken nu vaker (21,1%) het begrip 'zorgplicht' onjuist te omschrijven dan beleggers tussen de 34-49 jaar (11,2%) en beleggers jonger dan 34 jaar (12,5%). Particuliere beleggers die aangeven 'ervaren' te zijn met beleggen, blijken vaker (17,7%) een onjuiste beschrijving te geven van het begrip 'zorgplicht' dan 'recente' beleggers (4,4%).



*Figuur 51: Interpretatie of respondent het begrip 'zorgplicht' juist heeft omschreven (volgens de particuliere beleggers, n=358, in %)*

<sup>287</sup> Hierbij dient te worden opgemerkt dat de enquêteur een vastgestelde definitie van het begrip 'zorgplicht' ter beschikking had (zie tekst uitleg zorgplicht bijlage 1, vraag 7). De uiteindelijke toetsing of de gegeven definitie door de respondent correspondeerde met de verstrekte definitie, was ter beoordeling van de enquêteur.



Op het verzoek om het begrip ‘zorgplicht’ te omschrijven blijken de hoogopgeleide particuliere beleggers (37,7%) de link te leggen met het verplicht opmaken van een risicoprofiel, terwijl slechts 7,1% van de laagopgeleide particuliere beleggers deze link legt. Daarentegen leggen laagopgeleide beleggers vaak (35,7%) de link met het behartigen van de belangen van de cliënten. Verder wordt ‘het zorgdragen voor anderen’ door de particuliere beleggers genoemd (11,6%). Hierbij is er een verschil tussen vrouwen (18,1%) en mannen (8,4%). Tot slot wordt ‘het goed voorlichten van de klant’ door 12,8% van de beleggers als een omschrijving voor het begrip ‘zorgplicht’ gegeven.

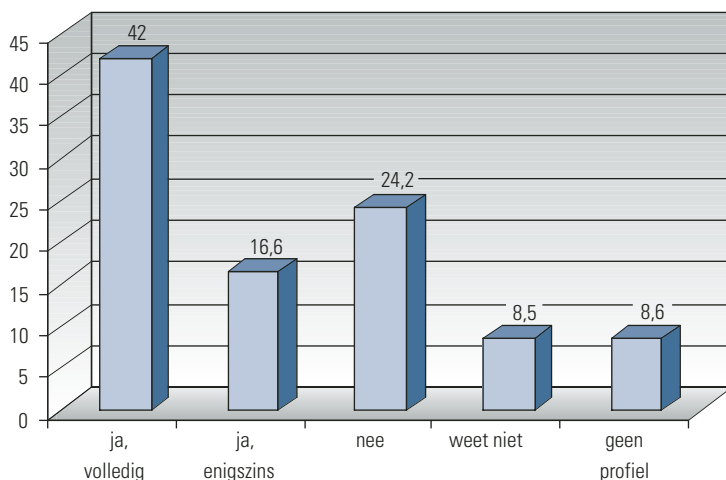
## 8.2 De functie van het cliënten- en/of risicoprofiel

De toezichthouder AFM heeft de financiële instellingen een aantal verplichtingen opgelegd, waaronder de verplichting invulling te geven aan het zogenaamde ‘Ken Uw Cliënt’-beginsel. Dit geschiedt in de praktijk onder andere door het opstellen van een cliëntenprofiel (veelal in combinatie met een risicoprofiel). In de eerste plaats is onderzocht of de beleggingen van de particuliere belegger wel aangegaan zijn conform dit profiel.<sup>288</sup> Van de particuliere beleggers stelt 42% dat dit volledig het geval is, terwijl 16,6% stelt dat dit gedeeltelijk het geval is en 24,4% stelt dat hun beleggingen niet zijn aangegaan volgens dit profiel. In totaal meent 17,1% van de beleggers geen profiel te hebben of niet te weten of hun beleggingen zijn aangegaan conform het risicoprofiel. Lager opgeleide beleggers (34,1%) stellen vaker dan hoger opgeleide particuliere beleggers (24,3%) dat hun beleggingen niet conform hun risicoprofiel zijn aangegaan. Er is eveneens een verschil tussen de beleggers met een kleine effectenportefeuille en de beleggers met een grote effectenportefeuille. Particuliere beleggers met een effectenportefeuille  $< \text{€ } 10.000$  stellen vaker (28,3%) dan die met een effectenportefeuille  $\geq \text{€ } 100.000$  (17,8%) dat hun beleggingen niet conform het risicoprofiel zijn aangegaan. Ook is er een significant verschil tussen de particuliere beleggers met een kleine effectenportefeuille ( $< \text{€ } 10.000$ ) en de beleggers met een middelgrote effectenportefeuille ( $\text{€ } 10.000$  tot  $\text{€ } 50.000$ ). Particuliere beleggers met een kleine effectenportefeuille weten vaker (12,1%) niet of hun beleggingen conform een risicoprofiel zijn aangegaan dan de particuliere beleggers met een middel-

<sup>288</sup> Zie ook pagina 18 van het rapport ‘Voortdurende Zorgplicht. Generieke rapportage van het onderzoek naar Zorgplicht bij ontwikkeling en verkoop van producten’ van de AFM (2005).

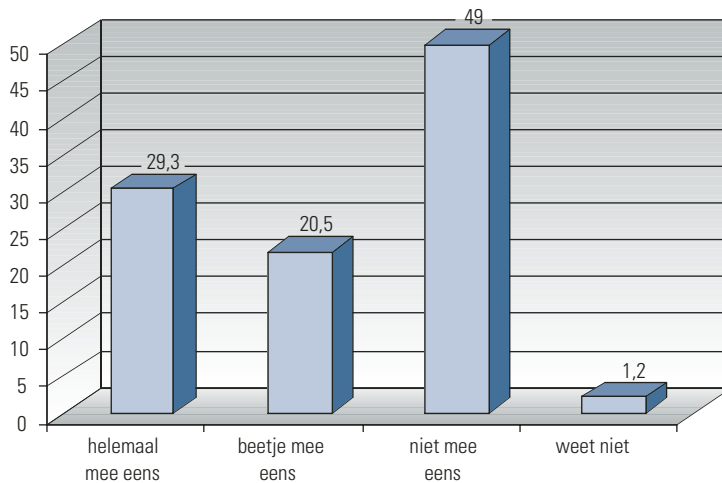
## III De zorgplichtregels in theorie en praktijk

grote effectenportefeuille (6,2%). Particulieren die alleen in obligaties (46,6%), beleggingsfondsen (45,3%) of opties (50%) beleggen, stellen significant vaker dan aandelenbeleggers (38,6%) dat hun beleggingen volledig conform het risico-profiel zijn aangegaan.



*Figuur 52: 'Zijn uw beleggingen aangegaan conform het risicoprofiel?' (volgens de particuliere beleggers, n=1.001, in %)*

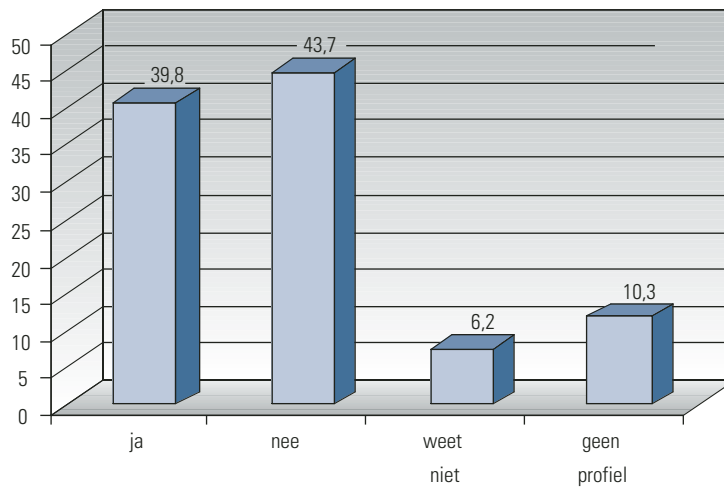
Voorts blijkt dat particuliere beleggers het risicoprofiel niet eenduidig accepteren als leidraad voor hun beleggingsgedrag. Zo ervaart 29,3% van de particuliere beleggers hun risicoprofiel als een verplicht te volgen leidraad voor hun effectenportefeuille, terwijl 20,5% het hier een beetje mee eens is en 49% het er volledig mee oneens is. Ook hierbij is er een verschil waarneembaar tussen de hoger en de lager opgeleide beleggers. Van de lager opgeleide beleggers is 53,7% van mening dat het risicoprofiel leidend is voor zijn beleggingen, terwijl 32,7% van de middelbaar opgeleiden en 25% van de hoger opgeleide beleggers deze mening zijn toegedaan. 52,9% van de hoger opgeleiden is van mening dat het risicoprofiel in het geheel niet leidend is voor de wijze waarop zij hun effectenportefeuille inrichten. Van de lager opgeleide beleggers deelt 29,6% deze mening. Oudere particuliere beleggers (> 50 jaar) zijn significant vaker van mening dat het risicoprofiel gevolgd moet worden (35%) versus 17,8% van de jongere beleggers (< 35 jaar) en 27% van de beleggers tussen de 35 jaar en 49 jaar. Beleggers die gebruik maken van één specifieke bank, zijn duidelijk van mening dat hun risicoprofiel gevolgd moet worden (34,6%) ten opzichte van de beleggers die via een tweetal concurrerende banken beleggen (19,2% en 22,4%).



*Figuur 53: 'Een risicoprofiel is leidend voor mijn effectenportefeuille. Hieraan moet ik mij houden' (volgens de particuliere beleggers, n=687, in %)*

Het doel van het opstellen van het cliënten- en/of risicoprofiel is het inventariseren van de persoonlijke (financiële) omstandigheden van de cliënt en het vervolgens in overeenstemming hiermee invullen van de effectenportefeuille. Een tweede doel van het profiel is het inzichtelijk maken van de beleggingsrisico's voor een particuliere belegger. Dit doel lijkt nog niet te zijn bereikt. Van de particuliere beleggers (n=916) is 39,8% van mening dat het risicoprofiel hen bewuster heeft gemaakt van de risico's die zij lopen bij het beleggen. Daarentegen is 43,7% van mening dat dit geenszins het geval is. Daarbij is het opmerkelijk dat 46,5% van de particuliere beleggers met een grote effectenportefeuille ( $\geq \text{€ } 100.000$ ) stellen dat het risicoprofiel hen wél bewuster heeft gemaakt, tegen 31,2% van de particuliere beleggers met een kleine effectenportefeuille ( $< \text{€ } 10.000$ ). Ook is er een onderscheid waarneembaar in het opleidingsniveau van de particuliere beleggers. De lager opgeleide particuliere beleggers (57,1%) en middelbaar opgeleide particuliere beleggers (44,4%) zijn positiever over de toegevoegde waarde van het risicoprofiel dan de hoger opgeleide particuliere beleggers (35,7%). Sterker: er bestaat een significant verschil tussen hoger opgeleide en middelbaar en lager opgeleide beleggers. Van de hoogopgeleide beleggers stelt 48,6% dat het risicoprofiel hen niet bewuster heeft gemaakt van de risico's ten aanzien van beleggen. Terwijl 38,4% van de middelbaar en 22,1% van de laagopgeleide beleggers deze mening deelt. Dit verschil zou kunnen worden verklaard doordat hoger opgeleide beleggers beter op de hoogte zijn van de risico's van beleggen.

## III De zorgplichtregels in theorie en praktijk



*Figuur 54: 'Heeft het vaststellen van uw risicoprofiel u bewuster gemaakt van de risico's die u loopt bij het beleggen?' (volgens de particuliere beleggers, n=916, in %)*

Een meerderheid (69,5%) van de particuliere beleggers beschouwt het risicoprofiel niet of slechts gedeeltelijk als een verplichte leidraad voor de invulling van hun effectenportefeuille, waarbij met name hoogopgeleide beleggers dit significant vaker dan middelbaar en laagopgeleide beleggers zo ervaren.

Moet nu geconcludeerd worden dat het verplichte profiel nutteloos is? In tegendeel. Het merendeel van de particuliere beleggers (75,5%) is het niet eens met de stelling dat risicoprofielen nutteloos zijn. Een aanzienlijk verschil is aangetoond tussen mannen en vrouwen. Vrouwen zijn vaker van mening dat risicoprofielen niet nutteloos zijn (82,9%), mannen stellen dit in 72,1% van de gevallen. Worden die mensen gezien die het risicoprofiel nutteloos vinden, dan blijkt er een beduidend verschil te zijn tussen beleggers die via twee banken (12,7% en 11,8%) beleggen ten opzichte van die beleggers die via een concurrerende bank (4,5%) beleggen. De eerstgenoemde twee groepen beleggers zijn van mening dat het risicoprofiel volstrekt nutteloos is.

### 8.3 Een visie op de (schriftelijke) waarschuwingsplicht en de vijfdagentermijn

De particuliere belegger is gevraagd naar zijn mening over de (schriftelijke) waarschuwingsplicht en de vijfdagentermijn bij marginverplichtingen. Deze twee maatregelen kunnen in de praktijk een grote invloed hebben in zowel financiële zin (het verplicht afbouwen van posities), als in relationele zin. Het schriftelijk waarschuwen<sup>289</sup> kan paternalistisch overkomen en het geforceerd afbouwen van posities door de beleggingsadviseur kan leiden tot (verdere) beleggingsverliezen.

Er zijn aan de particuliere beleggers twee casus voorgelegd die deze maatregelen verwoorden. Deze casus zijn deels afkomstig uit de uitspraken van de Klachtencommissie DSI en hebben betrekking op de waarschuwingsplicht (casus 1) en het liquideren van de effectenportefeuille na het verstrijken van de vijf dagen bij een marginoverschrijding (casus 2). Casus 1 is voorgelegd aan de particuliere beleggers die aangeven een risicoprofiel te hebben en via een beleggingsadviseur te beleggen. Casus 2 is voorgelegd aan de particuliere beleggers die in derivaten beleggen. Bij beide casus is gevraagd hoe de particuliere beleggers de handelingen van de beleggingsadviseur ervaren. Casus 1 is als volgt verwoord:

Het behoort tot de zorgplicht van een beleggingsadviseur u te waarschuwen voor bepaalde risico's. Stel dat uw adviseur u aan de telefoon waarschuwt voor een aankooptransactie waardoor u buiten uw risicoprofiel komt en deze waarschuwing een dag later schriftelijk bevestigt. Hoe zou u dit ervaren?

De particuliere beleggers blijken (in hoge mate) begrip te hebben voor de verplichte handelingen van de beleggingsadviseur. Zo zou 76% van de particuliere beleggers een schriftelijke waarschuwing als positief ervaren. Geen mening heeft 16,2% van de beleggers en 7,8% is negatief over deze regel.

<sup>289</sup> Daarbij kan de effectiviteit van de waarschuwing in beginsel in twijfel getrokken worden. Uit een onderzoek van de Financial Services Authority (FSA) in november 2004 blijkt dat risico's, kosten en de omvang van beleggingsfondsen alleen door de financieel zeer onderlegde consument gezien worden. Voorts wist de ondervraagde consument zich weinig meer te herinneren van de waarschuwingen voor de risico's door de financiële adviseur. Ook de officiële waarschuwingen die verplicht zijn bij het adviseren van financiële producten, bleken weinig effect te hebben. Slechts weinigen bleken belang aan deze waarschuwingen te hechten.

### III De zorgplichtregels in theorie en praktijk

Casus 2 is als volgt verwoord:

U bent al jaren klant bij een bank. U schrijft opties. Door de daling van de beurs wordt niet voldaan aan de marginverplichting en er ontstaat een dekkingstekort. Om te voorkomen dat u niet aan uw verplichtingen kunt voldoen, geeft uw adviseur u vijf dagen de tijd om dit probleem op te lossen, anders gaat hij gedwongen posities sluiten. Dit conform de zorgplichtregels. Heeft u hier begrip voor?

Ook hier is het opvallend dat 59,5% volledig begrip heeft, 21% heeft enigszins begrip en 11,8% heeft geen begrip voor de potentiële liquidatie van de portefeuille door de beleggingsadviseur. Daarbij zijn het de oudere beleggers ( $\geq 50$  jaar) die significant vaker begrip hebben (66,7%) voor deze actie, ten opzichte van beleggers tussen de 35 jaar en 49 jaar (45,6%). Deze laatste groep heeft significant vaker *enigszins* begrip (30,3%) voor deze actie dan oudere beleggers (14,7%). Speculatieve beleggers (63%) en zogenaamde middenspeculatieve beleggers (73,5%) hebben significant vaker begrip voor deze handeling dan defensieve beleggers (38,5%).

## 8.4 Maatregelen ter overbrugging van de asymmetrie

Financiële instellingen worden blijkens de regelgeving en de jurisprudentie<sup>290</sup> verplicht gesteld zich een beeld te vormen van de kennis van de particuliere belegger. Het onderzoeken van het kennisaspect blijkt evenwel niet uit de Nadere Regeling. Zo leert artikel 28 lid 1 Nadere Regeling gedragstoezicht effectenverkeer 2002: “een effecteninstelling wint in het belang van haar cliënten informatie in betreffende hun financiële positie, hun ervaring met beleggingen in financiële instrumenten en hun beleggingsdoelstellingen, voor zover dit redelijkerwijs relevant is bij de uitvoering van de door de effecteninstelling te verrichten diensten. De effecteninstelling legt deze informatie schriftelijk dan wel elektronisch vast.”<sup>291</sup> Terwijl de AFM in haar periodiek<sup>292</sup> niet refereert aan ervaring,

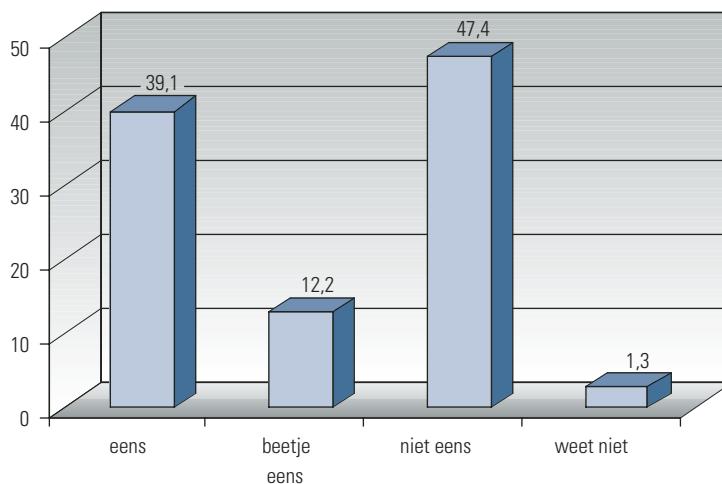
<sup>290</sup> Zie o.a. uitspraken KCB 1998-87, KCB 1998-94, KCB 1999-66.

<sup>291</sup> Zie in dit kader ook artikel 32 lid 1 sub a wetsvoorstel Wet financiële dienstverlening (Wfd) van 5 april 2004: “Indien de financiële dienstverlener een consument adviseert: a. wint hij in het belang van de consument informatie in over diens financiële positie, kennis, ervaring, doelstellingen en risicobereidheid, voor zover dit redelijkerwijs relevant is voor het advies”.

<sup>292</sup> Het bulletin Inzicht no. 2 van de AFM, februari 2002, pagina 17 e.v.

maar aan de kennis van de particuliere belegger. Zij schrijft: “Bij de (beleggings)-ervaring van de belegger wordt de aanwezige effectenkennis (soort effecten en markten) en de ervaring met de handel vastgesteld.”

In de praktijk stuit de beleggingsadviseur bij het vaststellen van de kennis en ervaring van de particuliere belegger op problemen. In juridische procedures blijken die cliënten die voorheen assertief en bekwaam leken om beleggingsrisico's in te schatten, dit regelmatig niet meer te zijn. Hiermee trachten zij aan te tonen dat de financiële instelling onzorgvuldig is geweest met het invullen van haar ‘Ken Uw Cliënt’-beginsel. In een artikel<sup>293</sup> is geopperd of het niet wenselijk zou zijn de particuliere beleggers een verplichte toets te laten afleggen alvorens deze in risicovolle derivaten zouden mogen handelen. Hiermee worden twee doelen nagestreefd: informeren van de beleggers over de beleggingsrisico's en dus versterken van de autonomie van diens handelen, en het verder voldoen aan het ‘Ken Uw Cliënt’-beginsel waarbij de te adviseren beleggingen beter kunnen worden afgestemd op de persoonlijke omstandigheden van de beleggers. Over de vrijheden van het handelen binnen de financiële wereld is veel geschreven.<sup>294</sup> De vraag is of de particuliere beleggers omwille van het nastreven van de hierboven genoemde doelen verplicht een toets moeten afleggen alvorens deze in derivaten mogen handelen.



*Figuur 55: ‘Het zou goed zijn voor mij indien ik eerst verplicht een cursus over de risico's van de optiehandel moet volgen alvorens ik hierin mag beleggen’ (volgens de particuliere beleggers, n=129, in %)*

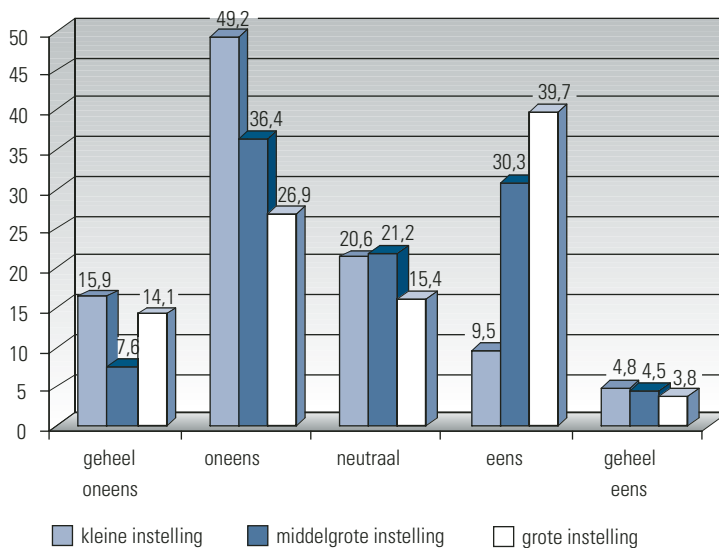
<sup>293</sup> Zie Verplicht leren beleggen, T. Loonen en E. Weller in *Het Financieel Dagblad*, 1 maart 2005.

<sup>294</sup> Zie o.a. Du Perron (2003: 185-198).

## III De zorgplichtregels in theorie en praktijk

De particuliere beleggers staan ambivalent tegenover de gedachten om verplicht een cursus te volgen. Enthousiast is 39,1% van de particuliere beleggers, gematigd positief is 12,2% van de beleggers. Daartegenover staat dat 47,4% van de particuliere beleggers in het geheel niet enthousiast zijn (zie figuur 55).

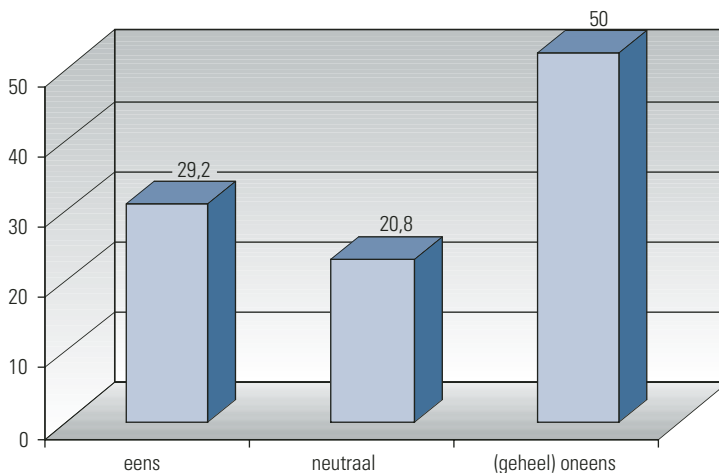
De meningen van de beleggingsadviseurs over een dergelijke verplichting (die in eerste aanleg de autonomie van de belegger lijkt te beperken) lopen sterk uiteen. Op de stelling: 'Alvorens een cliënt mag handelen in derivaten dient hij verplicht met succes een toets af te leggen om zijn beleggingskennis en -ervaring vast te stellen' reageren beleggingsadviseurs die bij een kleine instelling werken, significant anders dan beleggingsadviseurs van de grote instellingen. Zo blijkt 49,2% van de beleggingsadviseurs werkzaam bij een kleine instelling van mening te zijn dat een dergelijke toets niet wenselijk is, terwijl 39,7% van de beleggingsadviseurs die voor een grote financiële instelling werken, dit juist wel een goed idee vinden. Beide verschillen zijn statistisch significant. Grafisch zijn de verschillen in figuur 56 weergegeven.



*Figuur 56: 'Alvorens een cliënt mag handelen in derivaten, dient hij verplicht met succes een toets af te leggen om zijn beleggingskennis en -ervaring vast te stellen' (volgens de beleggingsadviseurs, in %)*



Evenals bij de beleggingsadviseurs zijn de directieleden verdeeld over de vraag of er een verplichte cursus moet komen alvorens er kan worden gehandeld in derivaten. Hier valt op dat een ruime meerderheid (66,7%) van de directieleden van de grote financiële instellingen voor een dergelijke cursus of toets zouden zijn. De antwoorden zijn in figuur 57 weergegeven.



*Figuur 57: 'Alvorens een cliënt mag handelen in derivaten dient hij verplicht met succes een toets af te leggen om zijn beleggingskennis en -ervaring vast te stellen' (volgens de directieleden, in %)*

## 8.5 Conclusies

Op basis van de telefonische enquêtes onder particuliere beleggers kan worden geconcludeerd dat de kennis van het begrip 'zorgplicht' beperkt is. Een merendeel van de beleggers denkt het begrip te kennen, maar kan geen correcte definitie ervan geven. Dit ondanks de brede media-aandacht die het verzaken van de zorgplicht heeft gekregen.

In de praktijk blijken bij specifieke groepen beleggers de beleggingen niet aangeaan te zijn conform het vastgestelde risicoprofiel. Dit zijn met name de beleggers in aandelen, laagopgeleide beleggers en beleggers met een beperkt (belegbaar) vermogen die dit stellen; Groepen beleggers die juist de beschermende werking van het profiel vaak nodig blijken te hebben. Ook accepteert maar een

### III De zorgplichtregels in theorie en praktijk

beperkt deel van de particuliere beleggers het risicoprofiel als leidraad voor hun (toekomstige) beleggingen. Aangezien er significante verschillen zijn aangetoond tussen verschillende banken, kan worden geconcludeerd dat de wijze van communiceren van het doel van het risicoprofiel een positieve bijdrage kan leveren aan de acceptatiegraad van het risicoprofiel.

Er is ruim begrip bij de particuliere belegger als het gaat om de verplicht opgelegde handelingen die de beleggingsadviseur moet verrichten vanuit diens zorgplicht. Deze handelingen, die lang niet altijd in het directe voordeel lijken te zijn van de particuliere belegger, worden door hem als het ware gelaten geaccepteerd of positief gepercipieerd. De meerderheid van de beleggers is positief over het verzenden van schriftelijke waarschuwingen indien deze zijn risicoprofiel overschrijdt met (nieuwe) beleggingen. Ook de zogenaamde ‘vijfdagentermijn’, waarbinnen een tekort in marginverplichting moet zijn opgelost en waarna de beleggingsadviseur verplicht is (een gedeelte van) de effectenportefeuille te liquideren, wordt breed geaccepteerd. Het bestaan van een risicoprofiel wordt eveneens gebillijkt. Anders wordt het beeld zodra er actief restricties op het handelen van de particuliere belegger worden gelegd. Zo geeft een ruime meerderheid van de particuliere beleggers aan dat hun beleggingen slechts beperkt of in het geheel niet conform het risicoprofiel zijn aangegaan. Zodra er een actieve deelname van de particuliere belegger wordt gevraagd in het opheffen van de kennis- en ervaringsasymmetrie ten aanzien van beleggen, met behulp van het verplicht volgen van een cursus over de risico's van de optiehandel, dan blijkt ongeveer de helft van de beleggers zich hier niet in te kunnen vinden. Niet alleen is er verdeeldheid onder de particuliere beleggers over dit onderwerp, ook onder de beleggingsadviseurs en de directieleden is deze verdeeldheid te vinden.

Alles overziende kan worden geconcludeerd dat de particuliere beleggers beperkt meewerken aan de beschermende maatregelen die de zorgplichtregels bieden. Zodra er wordt getracht ‘in de geest van de regels’ te handelen, ontstaat er weerstand bij de particuliere belegger. De maatregelen mogen hem opgelegd worden, maar moeten niet belemmerend werken. Daarbij moet gesteld worden dat de wijze waarop de financiële instellingen de regels ‘verkopen’ aan de cliënten, mogelijk voor verbetering vatbaar zijn, daar de particuliere beleggers niet op de hoogte zijn van de achtergrond van bepaalde beschermende maatregelen.

## 9 De regelgeving en jurisprudentie volgens de beleggingsadviseurs

### 9.1 De regelgeving en de jurisprudentie

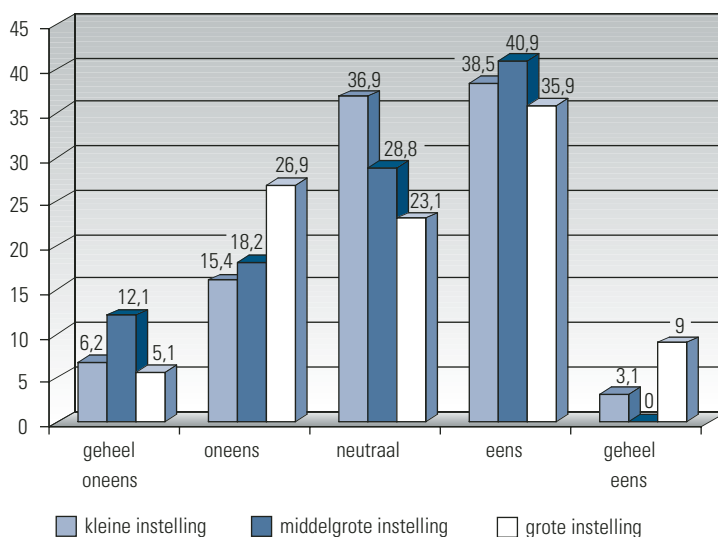
#### 9.1.1 De kennis van de regelgeving en de jurisprudentie

Het toetsen in hoeverre de regelgeving en de jurisprudentie ten aanzien van de zorgplicht bij de beleggingsadviseur bekend zijn, zou een onderzoek op zichzelf vormen. Om desalniettemin een indicatie te krijgen van het kennisniveau, is gevraagd of en met welke frequentie de beleggingsadviseur de uitspraken van de Klachtencommissie DSI en Commissie van Beroep DSI leest. Ongeveer de helft (42,6%) van de beleggingsadviseurs stelt regelmatig tot zeer regelmatig deze uitspraken te lezen. Een groep beleggingsadviseurs (28,3%) stelt de uitspraken niet regelmatig tot nooit te lezen. Van de beleggingsadviseurs die een neutraal antwoord geven op deze vraag, zou kunnen worden verondersteld dat zij moeite hebben met het woord ‘regelmatic’ in de vraagstelling. Mogelijkerwijs lezen zij wel de uitspraken, maar niet op regelmatige basis (zie figuur 58).

Om een globaal beeld te krijgen of er aandacht is voor het actualiseren van de kennis omtrent de regelgeving en jurisprudentie, is de beleggingsadviseur gevraagd of hij de matrix van de zorgplicht van de Nederlandse Vereniging van Banken (NVB)<sup>295</sup> kent. Deze matrix tracht duidelijkheid te geven over de wijze waarop de zorgplicht moet worden ingevuld over de drie hoofddiensten die de effectendienstverlening kent: *execution-only*, beleggingsadvies en vermogensbeheer. Uit de enquête blijkt dat deze matrix niet breed bekend is onder de beleggingsadviseurs: 70,3% van de beleggingsadviseurs stelt deze matrix niet te kennen.

<sup>295</sup> Zie [www.nvb.nl](http://www.nvb.nl) en Loonen (2003).

## III De zorgplichtregels in theorie en praktijk



*Figuur 58: 'Ik lees regelmatig uitspraken van de Klachtencommissie DSI en de Commissie van Beroep DSI' (volgens de beleggingsadviseurs, in %)*

### 9.1.2 Het omgaan met en de ontwikkeling van de zorgplichtregels

Bij de toezichthouder AFM en de directies van financiële instellingen is het naleven van de regelgeving ten aanzien van de zorgplicht regelmatig onderwerp van gesprek. Dit kan bij het regulier overleg zijn of bij controles. De verantwoordelijkheden die de zorgplicht met zich meebrengt, dienen echter uiteindelijk op de werkvloer in de praktijk te worden gebracht. Op dit punt wordt de zorgplicht concreet. In deze paragraaf wordt aangegeven in hoeverre er op de werkvloer aandacht wordt besteed aan de zorgplicht en hoe deze regels worden geïmplementeerd.

#### 9.1.2.1 De zorgplicht binnen het werk- en intercollegiaal overleg

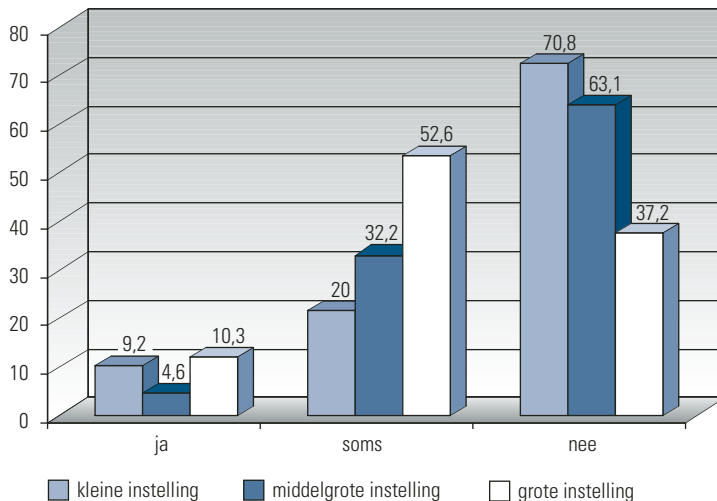
Dat zorgplicht (en de daarbij behorende regelgeving) onder de beleggingsadviseurs niet frequent onderwerp is van gesprek, blijkt uit de antwoorden op de vraag: 'Hoe vaak is het onderwerp 'zorgplicht' onderdeel van het werkoverleg?' De resultaten zijn nagenoeg gelijk verdeeld over de drie categorieën instellingen. Bij gemiddeld 23,1% van de beleggingsadviseurs staat het onderwerp 'zorgplicht' altijd op de agenda van het werkoverleg. Bij 72,1% van de beleggingsadviseurs is dit soms onderdeel van het overleg en bij 4,8% vormt de zorgplicht nooit onderdeel van het overleg.

Tussen de beleggingsadviseurs van de diverse financiële instellingen onderling blijkt er zeer beperkt contact te zijn als het gaat om problemen of vraagstukken

ten aanzien van de zorgplicht. Slechts 3,3% van de beleggingsadviseurs stelt wel eens beleggingsadviseurs van andere financiële instellingen te raadplegen over de zorgplicht. De Autoriteit Financiële Markten (8,1%) en het Dutch Securities Institute (3,8%) worden eveneens zelden door de beleggingsadviseurs benaderd bij vragen of problemen ten aanzien van de zorgplicht. Ook overige partijen (zoals *compliance officers*) worden gemiddeld maar in 4,8% van de gevallen door beleggingsadviseurs benaderd. Uit de enquête blijkt dat de beleggingsadviseurs in 83,3% helemaal geen ondersteuning vragen, indien zij problemen hebben met de zorgplicht.

#### 9.1.2.2 De begeleiding bij de implementatie van de regelgeving

De taken van de beleggingsadviseurs hebben de laatste jaren een sterk juridische connotatie gekregen. De steeds concretere en strengere regelgeving ten aanzien van de zorgplicht en de jurisprudentie omtrent de zorgplicht zijn hiervan de reden. Het is derhalve denkbaar dat de beleggingsadviseur behoefte heeft aan begeleiding als het gaat om de invulling van de zorgplicht. De eerste vraag die in dit verband gesteld is, luidt: 'Ervaart u in het uitoefenen van uw beroep een tekort aan ondersteuning op gebied van de zorgplicht?' Uit de reacties (zie figuur 59) blijkt dat een overgrote meerderheid van de beleggingsadviseurs geen tekort ervaart in ondersteuning. Slechts 8,2% van het totaal aantal beleggingsadviseurs geeft aan een tekort aan ondersteuning ten aanzien van de zorgplichtregels te



Figuur 59: 'Ervaart u in het uitoefenen van uw beroep een tekort aan ondersteuning op gebied van de zorgplicht?' (volgens de beleggingsadviseurs, in %)

### III De zorgplichtregels in theorie en praktijk

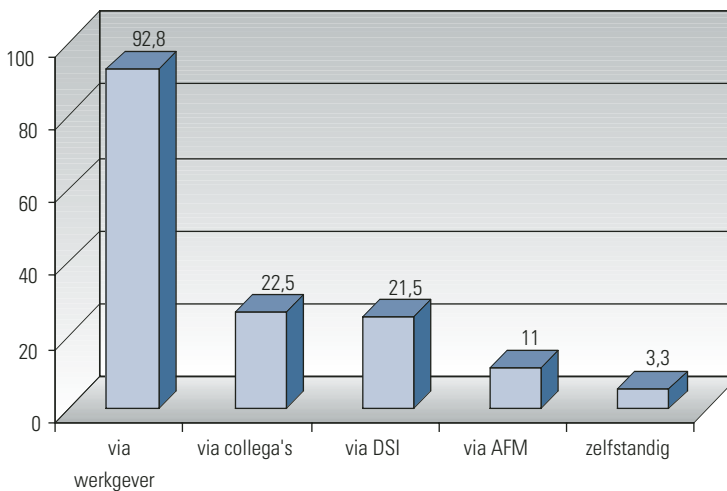
ervaren bij de uitoefening van zijn functie. De beleggingsadviseurs die werken voor een kleine financiële instelling, stellen significant vaker (70,8%) dan andere beleggingsadviseurs dat zij geen tekort ervaren in de ondersteuning op het gebied van de zorgplicht (63,1% van middelgrote instellingen en 37,2% van de grote instellingen). De beleggingsadviseurs van de grote instellingen zeggen significant vaker (52,6%) dan andere beleggingsadviseurs dat zij soms een tekort ervaren in ondersteuning op gebied van de zorgplicht (32,2% middelgrote instellingen en 20% kleine instellingen).

In het geval de beleggingsadviseurs aangeven (soms) een tekort te ervaren aan ondersteuning, is gevraagd op welk terrein zij dit tekort ervaren. In de overgrote meerderheid van deze gevallen geven de beleggingsadviseurs aan dat zij duidelijke richtlijnen missen waaraan zij hun zorgplicht kunnen toetsen. Daarbij blijkt er behoefte te zijn aan duidelijke regelgeving en uitleg van de jurisprudentie, maar ook aan externe hulp in het spanningsveld tussen het behalen van de economische doelstellingen en het voldoen aan de zorgplicht. Zo wordt bijvoorbeeld acht keer het ‘moeten plaatsen van beleggingsproducten uit emissies versus voldoen aan de zorgplicht’ als probleem genoemd.

Een van de meest bekende ‘zorgplichtmaatregelen’ is het invoeren van het cliëntenprofiel en het hiermee samengaande risicoprofiel. Hoe is deze maatregel geïmplementeerd in de praktijk? Hoe zijn de beleggingsadviseurs geïnformeerd over bijvoorbeeld het invoeren van het risicoprofiel? Uit de enquêtes blijkt dat er significante verschillen bestaan tussen de kleine en de grote financiële instellingen. Zo blijken de beleggingsadviseurs die werkzaam zijn bij kleine financiële instellingen, significant vaker door hun (directe) collega’s (33,8%) te worden geïnformeerd over de werkwijze ten aanzien van het risicoprofiel. Het is dezelfde categorie beleggingsadviseurs die significant vaker dan de adviseurs van de middelgrote en de grote instellingen geheel zelfstandig de werkwijze over het omgaan met risicoprofielen hebben uitgezocht (9,2%)<sup>296</sup> of via de toezichthouder AFM. Dit laatste in 21,5% van de gevallen, hetgeen significant vaker is dan de adviseurs van de overige categorieën instellingen (6,1% middelgrote instellingen en 6,4% grote instellingen). Van de beleggingsadviseurs die bij grote financiële instellingen werken, stelt 85,9% dat zij niet via collega’s geïnformeerd zijn. Daarentegen blijkt dat de beleggingsadviseurs van de grote instellingen in 98,7% van de gevallen *door hun werkgever* geïnstrueerd zijn over de wijze waarop er met

<sup>296</sup> Daarbij is geconstateerd dat de beleggingsadviseurs zonder kinderen significant vaker (93,8%) geen hulp zoeken bij zorgplichtvraagstukken. Dit ten opzichte van hen die wel kinderen hebben (78,9%).

de risicoprofielen moet worden omgegaan. Bij de kleine instellingen blijkt dit significant vaker niet het geval te zijn; 18,5% van hen stelt niet via hun werkgever te zijn geïnformeerd. Het DSI wordt gemiddeld door 21,5% van de beleggingsadviseurs genoemd als bron waar informatie over de werking van het risicoprofiel is verkregen. De gemiddelde resultaten zijn in figuur 60 weergegeven.



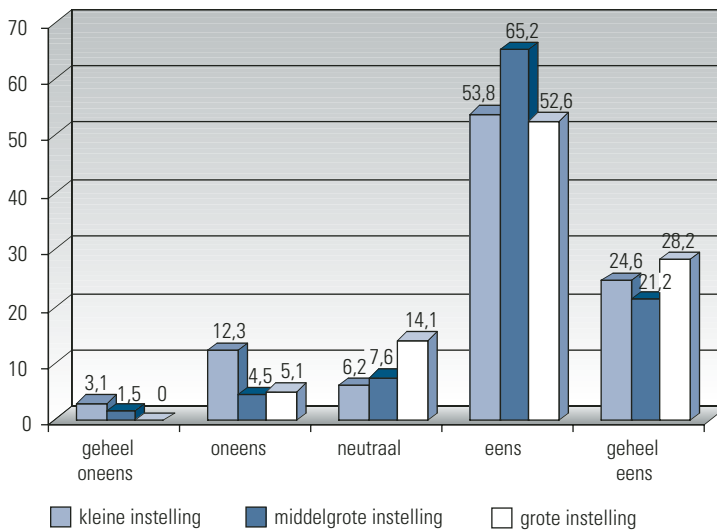
*Figuur 60: 'Hoe bent u geïnformeerd over de te volgen werkwijze ten aanzien van de risicoprofielen?' (volgens de beleggingsadviseurs, in %)*

#### *9.1.2.3 Het cliënten- en/of risicoprofiel in de praktijk*

Wat leeft er in het veld als het gaat om een van de meest ingrijpende zorgplichtregels; het cliënten- en/of risicoprofiel? Uit de reacties op de stelling: 'Het opstellen van een risicoprofiel is niet alleen een juridische plicht, maar draagt daadwerkelijk bij aan een cliëntgerichte risicoreductie', kan worden afgeleid dat een overgrote meerderheid van de beleggingsadviseurs het nut inziet van het opstellen van een risicoprofiel. In totaal is 81,8% van de beleggingsadviseurs het eens met deze stelling. Slechts 9,6% houdt er hier een neutrale mening op na en 8,6% van de beleggingsadviseurs is van mening dat het risicoprofiel (in het geheel) niet bijdraagt tot een cliëntgerichte risicoreductie (zie figuur 61).

Was de eerste stelling gericht op het meten van de mate waarin de cliënt een voordeel heeft (cliëntgerichte risicoreductie), de volgende voorgelegde stelling meet in hoeverre de beleggingsadviseurs beroepsmatig een voordeel hebben behaald met het invoeren van het cliëntenprofiel en zodoende meer informatie

## III De zorgplichtregels in theorie en praktijk

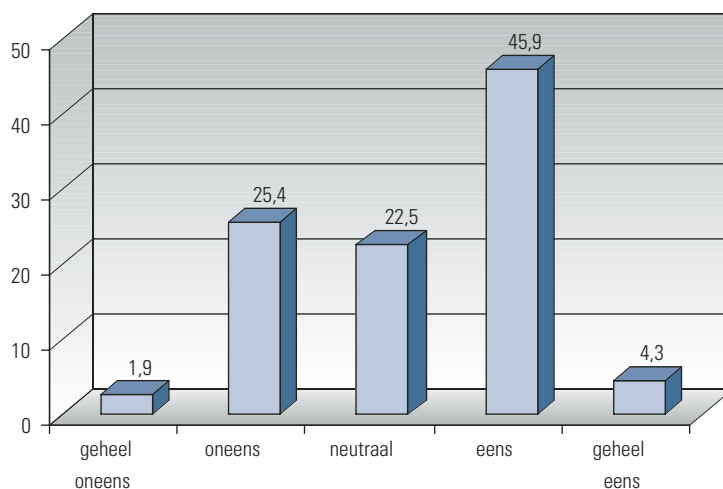


*Figuur 61: 'Het opstellen van een risicoprofiel is niet alleen een juridische plicht, maar draagt daadwerkelijk bij aan een cliëntgerichte risicoreductie' (volgens de beleggingsadviseurs, in %)*

over de persoonlijke omstandigheden van de cliënten hebben verkregen. De beleggingsadviseurs zijn hierover wat minder positief gestemd. In totaal deelt 50,2% van de beleggingsadviseurs de mening dat zij meer te weten zijn gekomen over de persoonlijke omstandigheden van hun cliënten. Neutraal hierover staat 22,5% van de beleggingsadviseurs, terwijl 27,3% van de beleggingsadviseurs deze stelling niet of in het geheel niet onderschrijft (zie figuur 62).

Klaarblijkelijk is het cliëntenprofiel niet het enige middel om informatie te verkrijgen omtrent de persoonlijke omstandigheden van de cliënt. Op de stelling: 'Het komt regelmatig voor dat ik te weinig informatie heb over een cliënt om hem goed te kunnen adviseren' blijkt een ruime meerderheid negatief te reageren (70,8%), 19,1% is neutraal en 10,1% is het eens met deze stelling. Het is waarschijnlijk dat de beleggingsadviseurs, in het geval zij over onvoldoende informatie zouden beschikken om goed te kunnen adviseren, zich dit niet afdoende realiseren. Het is eveneens mogelijk dat door de (langdurige) relatie met hun cliënten, de beleggingsadviseurs van mening zijn dat zij voldoende inzicht hebben in de situatie van hun cliënten.





*Figuur 62: 'Door de verplichting een cliëntenprofiel op te stellen ben ik veel meer te weten gekomen van de persoonlijke omstandigheden van mijn cliënten' (volgens de beleggingsadviseurs, in %)*

Dat het cliënten- en/of risicoprofiel ondertussen een belangrijk onderdeel vormt van het beleggingsadviesproces, blijkt uit het antwoord op de vraag van welke cliënten de beleggingsadviseurs het eerste afscheid zouden nemen. Uit de volgende antwoorden dienden de beleggingsadviseur een keuze te maken:

- een cliënt die te weinig provisie oplevert waar uw bonus van afhankelijk is;
- een cliënt die te weinig provisie oplevert voor uw instelling;
- een cliënt die u teveel tijd kost en die zelden of nooit adviezen opvolgt;
- een cliënt die regelmatig buiten zijn risicoprofiel wil beleggen.

De beleggingsadviseurs stellen dat economische motieven relatief weinig een rol spelen in de overweging afscheid te nemen van een cliënt. Zo wordt de eigen bonus door 1% van de adviseurs genoemd en de te behalen provisie voor de werkgever wordt door 4,3% van de adviseurs genoemd. Voornamelijk de situaties waarbij een cliënt veel tijd kost (56,9%)<sup>297</sup> en een cliënt die buiten zijn risicoprofiel wenst te beleggen (39,3%) zijn veel gehoorde redenen om afscheid te nemen van een cliënt.

<sup>297</sup> Beleggingsadviseurs van de kleine instellingen zijn significant minder vaak van mening dat een cliënt die veel tijd kost, de eerste reden is voor hen om afscheid te nemen (41,5%). Daarentegen zijn zij significant vaker van mening dat een cliënt die buiten zijn risicoprofiel wenst te beleggen, een eerste reden is om afscheid te nemen van deze cliënt (56,9%).

## III De zorgplichtregels in theorie en praktijk

9.1.2.3.1 *De criteria om het cliënten- en/of risicoprofiel vast te stellen*

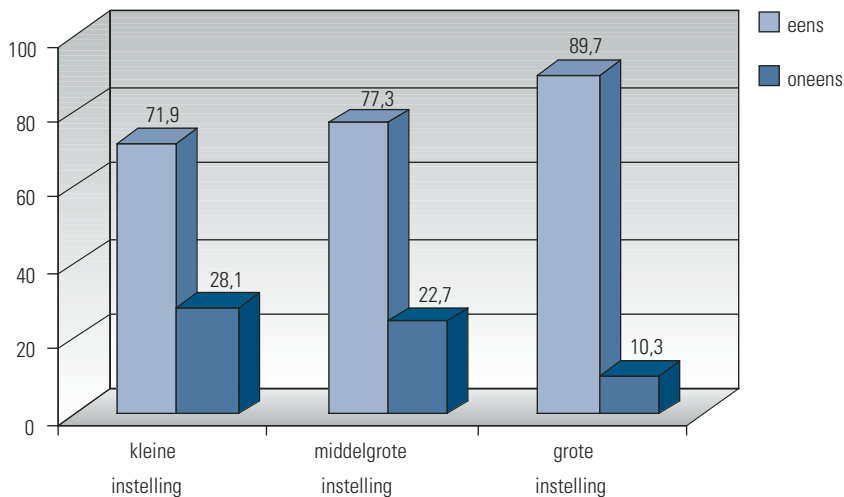
In de praktijk blijkt de wijze waarop het cliënten- en/of risicoprofiel wordt vastgesteld, per financiële instelling sterk te verschillen. Het is voor de beleggingsadviseurs (en waarschijnlijk evenzogoed voor de vermogensbeheerders) onduidelijk welke informatie van een cliënt relevant is voor het risicoprofiel. Ook de frequentie waarmee het profiel zou moeten worden geactualiseerd, is hun niet duidelijk. Om deze verschillende interpretaties van de verkregen informatie nader te duiden, is ervoor gekozen om de beleggingsadviseurs vier stellingen voor te leggen omtrent het profiel. Er is nagegaan of het cliënten- en/of risicoprofiel door de beleggingsadviseurs voornamelijk wordt gebaseerd op basis van het beleggingsgedrag van de cliënt uit het verleden. Hiermee zou het profiel als een zuiver juridische verplichting worden beschouwd.<sup>298</sup> Uit de reacties op de stelling: 'Bij het opstellen van een risicoprofiel kijk ik vooral naar de beleggingen die in het verleden zijn gedaan voor die desbetreffende cliënt' blijkt dat het risicoprofiel hier nauwelijks op wordt gebaseerd. Slechts 5,3% van de beleggingsadviseurs geeft aan dat het profiel op deze basis wordt opgesteld.

Hoever dienen de beleggingsadviseurs te gaan in het betrekken van de verschillende vermogenstitels van zijn cliënten in zijn advisering? De reacties op de volgende twee stellingen zijn in dit verband interessant. Allereerst de stelling: 'Beleggingen die een cliënt bij een andere instelling aanhoudt, moet ik betrekken in mijn advisering'. De beleggingsadviseurs werkzaam bij een kleine instelling zijn het significant vaker dan de collega's van andere instellingen oneens met deze stelling (28,1%). Daarentegen zijn de beleggingsadviseurs die werken bij een grote instelling, het beduidend vaker eens met deze stelling (89,7%) ten opzichte van de beleggingsadviseurs die bij de twee andere categorieën instellingen werken (zie figuur 63).

De reikwijdte van de inventarisering blijkt uit de reacties op de volgende stelling: 'Het bezit van een eigen woning dient te worden meegenomen in het vaststellen van het risicoprofiel'. Bleek uit de resultaten van de vorige stelling nog dat de beleggingsadviseurs die bij een grote financiële instelling werken, de beleggingen die worden aangehouden bij een andere instelling, meenemen in hun advisering, dezelfde categorie beleggingsadviseurs houdt er een andere mening op na over de laatste stelling.<sup>299</sup>

<sup>298</sup> In dat geval zou het cliënten- en/of risicoprofiel door de financiële instelling opgesteld worden op basis van historische (transactie) informatie. Alhoewel de autoriteiten niet voorschrijven hoe het cliëntenprofiel moet worden opgemaakt, is het gebruikelijker dat de cliënt op basis van een vragenlijst tot zijn (risico)profiel komt.

<sup>299</sup> Waarbij gesteld kan worden dat er financiële instellingen zijn die onroerend goed niet beschouwen als een aparte *asset class* en het onder 'aandelen' scharen.



*Figuur 63: 'Beleggingen die een cliënt bij een andere instelling aanhoudt, moet ik betrekken in mijn advisering' (volgens de beleggingsadviseurs, in %)*

Zo blijkt 59,7% van de beleggingsadviseurs die werkzaam zijn bij een grote financiële instelling, het oneens te zijn met de stelling, hetgeen een aanmerkelijk verschil is ten opzichte van de overige twee categorieën instellingen. Op hun beurt zijn de beleggingsadviseurs werkzaam bij een kleine (69,2%) of middelgrote instelling (75,8%) het significant vaker eens met deze stelling dan de beleggingsadviseurs van een grote instelling (40,3%).

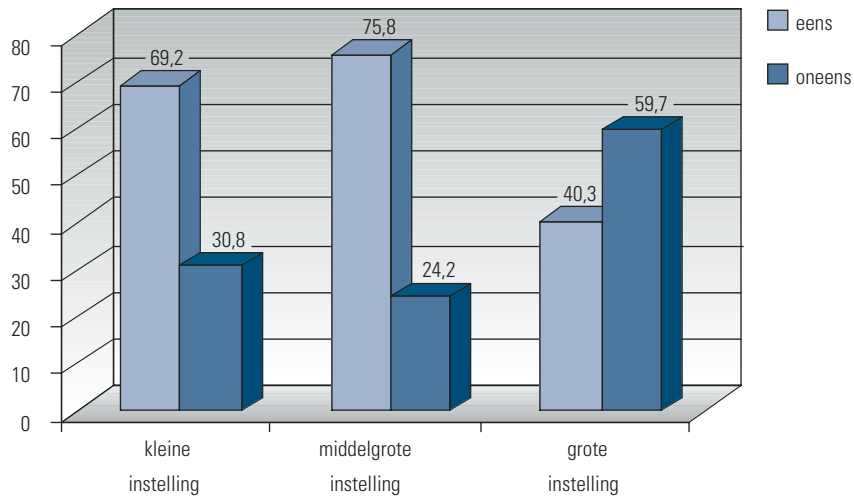
Het is opmerkelijk dat in eerste aanleg de beleggingsadviseurs van de grote financiële instellingen er een groot voorstander van zijn om de beleggingen aangehouden bij derden mee te laten wegen in hun advisering. En dat zij vervolgens afwijzend tegenover de stelling staan dat de eigen woning meegenomen dient te worden in het risicoprofiel (zie figuur 64).

#### 9.1.2.3.2 De herijking van het cliënten- en/of risicoprofiel

In de regelgeving is niet vastgelegd welke methode moet worden gebruikt om een risicoprofiel vast te stellen en welke financiële gegevens meegewogen moeten worden bij het adviseren. Tevens is onduidelijk hoe vaak een risicoprofiel geactualiseerd zou moeten worden.<sup>300</sup> De persoonlijke omstandigheden van een cliënt kunnen wijzigen, waardoor een aanpassing van het risicoprofiel wenselijk

<sup>300</sup> Zie Van Luyn en Du Perron (2004: 58) en Loonen en Schonewille (2002: 46).

## III De zorgplichtregels in theorie en praktijk



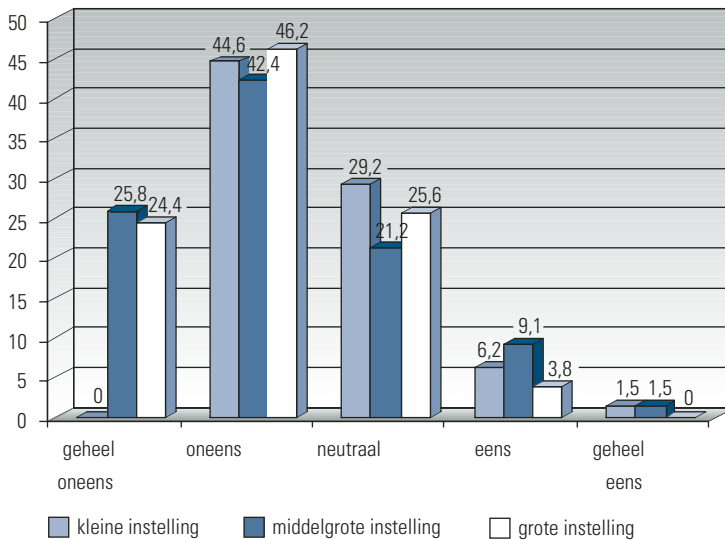
*Figuur 64: 'Het bezit van een eigen woning dient te worden meegenomen in het vaststellen van het risico-profiel' (volgens de beleggingsadviseurs, in %)*

of zelfs noodzakelijk kan zijn. Op de stelling: 'Een risicoprofiel zou jaarlijks op actualiteit getoetst moeten worden' reageren de beleggingsadviseurs van kleine financiële instellingen significant vaker afwijzend. Van hen is 28,1% negatief, terwijl 12,1% van de beleggingsadviseurs van de middelgrote instellingen en 12,8% van de beleggingsadviseurs van de grote instellingen negatief is. Onduidelijk is waarom de beleggingsadviseurs van de kleine instellingen negatief zijn. Mogelijkerwijs vinden zij jaarlijks actualiseren te arbeidsintensief óf zijn zij van mening dat zij hun cliënten goed genoeg kennen waardoor een actualisering niet noodzakelijk is. Het jaarlijks actualiseren van een risicoprofiel is, indien eenmaal gekozen, een belangrijk wederkerend fenomeen binnen de dienstverlening van een instelling. Dit dient een weloverwogen beleidskeuze van het management te zijn, evenals het mee laten wegen in de advisering van beleggingen aangehouden bij derden, alsmede het bezitten van een eigen woning.

### 9.1.3 Een visie op regelgeving en verplichtingen

Sedert de invoering van diverse zorgplichtregels is het takenpakket van de beleggingsadviseurs onomstreden verruimd. Zij worden vaker direct aangesproken op hun verantwoordelijkheden door zowel leidinggevenden, collega's als cliënten. Dientengevolge balanceren zij steeds vaker op de scheidslijn tussen economisch en juridisch verantwoord en acceptabel handelen. In § 4.3 is stilgestaan bij de economische verantwoordelijkheden. Hoe ervaren de beleggingsadviseurs de

juridische verantwoordelijkheden? Met de stelling: 'De juridische verantwoordelijkheden binnen de zorgplicht zijn voor mij te zwaar' blijkt de meerderheid van de beleggingsadviseurs het oneens te zijn (zie figuur 65).



Figuur 65: 'De juridische verantwoordelijkheden binnen de zorgplicht zijn voor mij te zwaar' (volgens de beleggingsadviseurs, in %)

Hoe ervaren beleggingsadviseurs en de directieleden de regelgeving en de verplichtingen voortkomende uit de jurisprudentie? Hen zijn zeven regels die de zorgplicht markeren, voorgelegd met het verzoek hierop te reageren. De vraagstelling was in hoeverre deze regels de belangen van de cliënt dienen.

#### 9.1.3.1 Het verplicht gestelde cliënten- en/of risicoprofiel

In het algemeen waarderen beleggingsadviseurs en directieleden het verplicht gestelde profiel als het gaat om het behartigen van de belangen van de cliënt. 82,8% van hen is van mening dat het profiel het belang van de cliënt dient, 7,7% houdt er een neutrale mening op na en 9,6% is (ronduit) negatief.

#### 9.1.3.2 De vijfdagentermijn bij marginverplichtingen

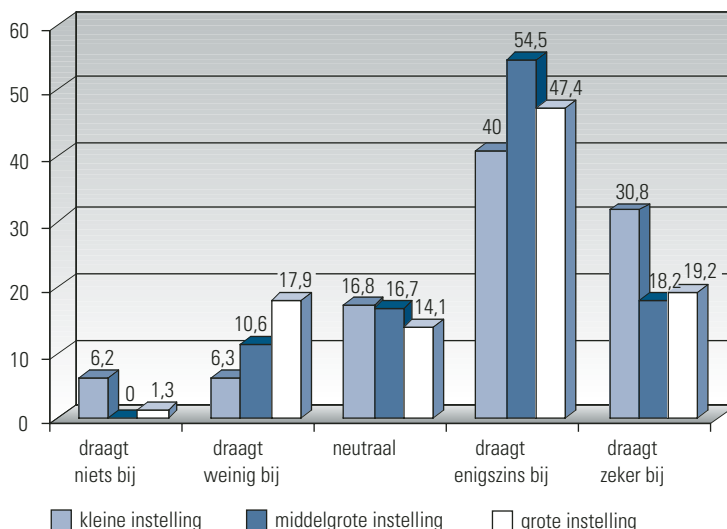
De wijze waarop directieleden en beleggingsadviseurs deze regel ervaren, is vrijwel identiek. Een ruime meerderheid (78%) van de beleggingsadviseurs is van mening dat deze regel bijdraagt aan het behartigen van de belangen van de par-

## III De zorgplichtregels in theorie en praktijk

ticuliere belegger. Slechts 11,5% van hen is neutraal en 10,6% is van mening dat deze regel weinig tot niets bijdraagt. Dat de gemiddelde beleggingsadviseur zwaar tilt aan deze regel, blijkt uit de reactie op casus 2 (zie bijlage 3). Hier wordt gevraagd of de beleggingsadviseurs bereid zijn een goede cliënt langer dan vijf dagen te geven om een dekkingstekort op te lossen (in casu twee weken). 81,8% van hen stelt hieraan niet mee te werken.

#### 9.1.3.3 De (schriftelijke) waarschuwingsplicht

De verplichting om een particuliere belegger mondeling en/of schriftelijk te waarschuwen indien deze een transactie wenst aan te gaan buiten diens risicoprofiel, leidt tot gemengde reacties. De beleggingsadviseurs van de kleine financiële instellingen kennen een opmerkelijke spreiding in hun reacties. Enerzijds zijn zij vaker van mening dat deze verplichting zeker bijdraagt (30,8%) aan het behartigen van de belangen van de cliënt. Anderzijds is er een groep (6,2%) die stelt dat deze verplichting volstrekt niets daaraan bijdraagt. Dit verschil komt niet voor in de andere categorieën beleggingsadviseurs. De beleggingsadviseurs van de grote financiële instellingen zijn significant vaker dan de adviseurs van de middelgrote en de kleine instellingen van mening dat de verplichting tot het schriftelijk waarschuwen weinig bijdraagt aan het behartigen van de belangen van de particuliere belegger (zie figuur 66).



*Figuur 66: 'Het schriftelijk waarschuwen zodra een belegger buiten zijn risicoprofiel belegt' (volgens de beleggingsadviseurs, in %)*

#### 9.1.3.4 *Het verbod op het intraday handelen*

Voor de beleggingsadviseur is het verbod op het *intraday* handelen voor eigen rekening de enige regel die direct diens private handelingsvrijheid raakt. De reacties op de stelling dat dit verbod de belangen van de particuliere belegger behartigt, zijn gemengd: 48,1% van de beleggingsadviseurs stelt dat dit zo is, 12,6% is hier neutraal over, terwijl 39,3% van de beleggingsadviseurs van mening is dat deze regel hiertoe weinig tot niets bijdraagt.

#### 9.1.3.5 *De verplichte optie- en futureovereenkomst*

Bij de interviews stellen voornamelijk de directieleden van de kleinere financiële instellingen dat het verplicht laten ondertekenen van een optie- en futureovereenkomst bijdraagt aan het behartigen van de belangen van de cliënt. Een ruime meerderheid van alle beleggingsadviseurs zijn over deze regel positief gestemd, te weten 80,3%. Daarentegen neemt 11,5% een neutrale houding aan en 8,2% stelt dat deze regel weinig tot niets bijdraagt.

#### 9.1.3.6 *De verplichting om het pensioenvermogen defensief te beleggen*

Over de verplichting om (in eerste aanleg) het pensioenvermogen van een cliënt defensief te beleggen, blijken de meningen van de beleggingsadviseurs behoorlijk uiteen te lopen. De beleggingsadviseurs van de kleine financiële instellingen zijn significant vaker van mening dat deze stelling neutraal beantwoord dient te worden. De beleggingsadviseurs die bij een grote financiële instelling werken, zijn beduidend vaker van mening dat deze regel (enigszins) bijdraagt aan het behartigen van de belangen van de cliënt (zie figuur 67).

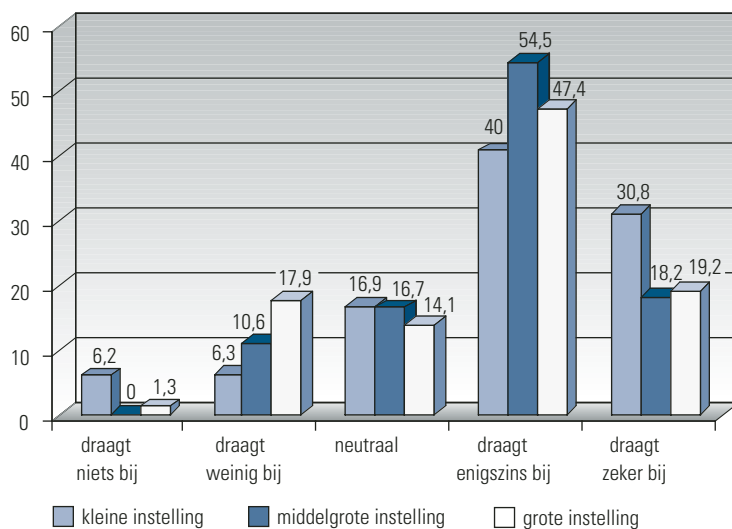
Dat het voorzichtig beleggen van het pensioenvermogen door de gemiddelde beleggingsadviseur belangrijk wordt geacht, blijkt tevens uit casus 3 (zie bijlage 3). Hier belegt een directeur-grotaandeelhouder van een pensioen-BV na verloop van tijd het vermogen (te) agressief, terwijl de beleggingsadviseur op de hoogte is van de pensioendoelstelling van de vennootschap. 40,2% van de beleggingsadviseurs is van mening dat de betreffende beleggingsadviseur formeel verantwoordelijk te houden is voor het verlies, 12% stelt dat de werkgever van de beleggingsadviseur verantwoordelijk is. Slechts 13,9% is van mening dat de directeur-grotaandeelhouder formeel verantwoordelijk is. De overige 34% van de beleggingsadviseurs vindt dat zowel de directeur-grotaandeelhouder als de betreffende beleggingsadviseur formeel verantwoordelijk is.

#### 9.1.3.7 *Het verbod op het majoreren bij emissies*

De vraag is gesteld of het verbieden van de cliënt om te majoreren bij emissies

### III De zorgplichtregels in theorie en praktijk

bijdraagt aan het behartigen van diens belangen. Een meerderheid van de beleggingsadviseurs (67,8%) is van mening dat dit het geval is. 23,6% van de beleggingsadviseurs twijfelt en stelt zich neutraal op, en slechts 8,7% van de adviseurs is van mening dat deze regel weinig of niets bijdraagt.



*Figuur 67: 'De verplichting om het pensioenvermogen van de cliënt defensief te beleggen' (volgens de beleggingsadviseurs, in %)*

## 9.2 Conclusies

Op basis van de onderzoeksresultaten kan worden geconcludeerd dat de regelgeving en verplichtingen die voortvloeien uit de zorgplicht, weinig weerstand ontmoeten van de beleggingsadviseurs in Nederland. Deze conclusie wordt als volgt onderbouwd: bij het implementeren van nieuwe regelgeving ervaart slechts een klein percentage van de beleggingsadviseurs een tekort aan ondersteuning bij het uitoefenen van hun functie. Soms worden duidelijke richtlijnen of begeleiding in het omgaan met het spanningsveld tussen de commercie en de zorgplicht gemist. In vrijwel alle gevallen stellen de beleggingsadviseurs eventuele vraagstukken ten aanzien van de zorgplicht geheel zelfstandig op te lossen, waarbij intercollegiaal overleg of te rade gaan bij de AFM of het DSI nauwelijks voor-



komt. Er kan daarbij worden geconcludeerd dat de grote financiële instellingen hun beleggingsadviseurs aanmerkelijk strikter dan andere instellingen informeren over de werkwijze van de risicoprofielen. Terwijl de beleggingsadviseurs van de kleine instellingen vaak zelfstandig moeten uitzoeken of dit met behulp van informatie van de AFM moeten doen.

Naast het feit dat de beleggingsadviseurs doorgaans een beperkt tekort ervaren in de ondersteuning, ervaart ook een meerderheid de juridische verantwoordelijkheden van de zorgplicht niet als zwaar. In de meeste gevallen kan worden geconcludeerd dat de beleggingsadviseurs van mening zijn dat de regelgeving en verplichtingen zelfs bijdraagt aan het behartigen van de belangen van de particuliere beleggers (waarbij gedacht kan worden aan het verplicht schriftelijk waarschuwen, het defensief beleggen van het pensioenvermogen en het op te stellen cliënten- en/of risicoprofiel). In veel gevallen zijn ook de beleggingsadviseurs meer te weten gekomen over de persoonlijke omstandigheden van de cliënt door het verplichte cliëntenprofiel.

Ondanks deze positieve signalen moet eveneens worden geconcludeerd dat er tussen de financiële instellingen weinig consistentie bestaat over de wijze waarop de zorgplichtregels worden uitgelegd en geïmplementeerd in de praktijk. Denk hierbij aan het vraagstuk of beleggingen die bij derden worden aangehouden, moeten worden meegenomen in het vaststellen van het profiel, evenals de vraag of het woningbezit een rol zou moeten spelen. Ook de frequentie waarop een profiel zou moeten worden geactualiseerd, zorgt voor onduidelijkheid. Het is daarbij eveneens niet duidelijk geworden of de beleggingsadviseurs zich voldoende rekenschap geven van de organisatorische implicaties die het meenemen van diverse (externe) aspecten kunnen hebben op hun werkzaamheden.

## 10 De regelgeving en jurisprudentie volgens de directieleden

### 10.1 De regelgeving en de jurisprudentie

#### 10.1.1 De kennis van de regelgeving van de zorgplicht

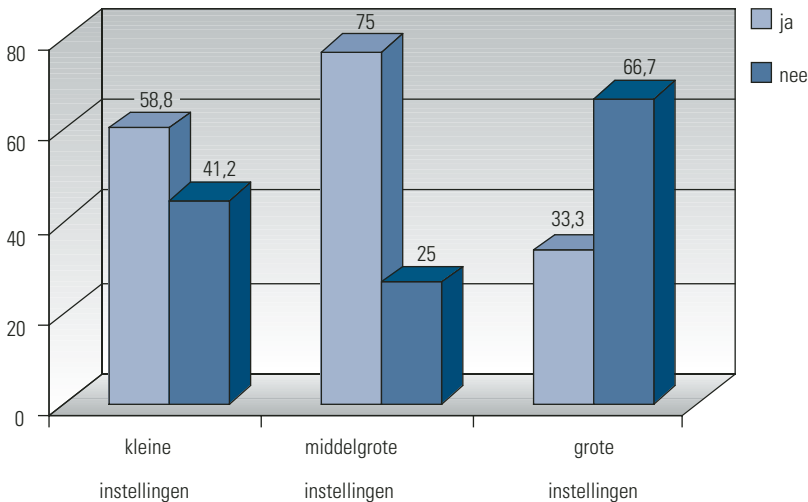
In de interviews met de directieleden is er uitvoerig gesproken over hun kennis van de zorgplichtregelgeving. De aanwezige kennis is op diverse manieren getoetst. Zo is gevraagd of de directieleden de uitspraken van de Klachtencommissie DSI lezen om bij te blijven op het gebied van de actuele ontwikkelingen rondom de zorgplicht. Dit blijkt het overgrote gedeelte van de directieleden regelmatig te doen (70,8% stelt de uitspraken te lezen, 20,8% leest deze soms en slechts 8,3% leest deze nooit). Branchbrede ontwikkelingen omtrent de zorgplicht lijken daarentegen beperkt gevolgd te worden. Zo kent 60,9% van de directieleden de door de Nederlandse Vereniging van Banken (NVB) opgestelde matrix voor de zorgplicht niet. Hierbij dient wel opgemerkt te worden dat niet alle bij dit onderzoek betrokken financiële instellingen lid zijn van de NVB.<sup>301</sup>

Vrijwel ieder directielid (95,8%) zegt de Nadere Regeling gedragstoezicht effectenverkeer 2002 te kennen. Echter, zodra er wordt gevraagd naar de kennis ten aanzien van de ontwikkeling van de regelgeving vanuit de Europese Unie, geeft 79,2% aan de zogenaamde CESR-regels<sup>302</sup> in het geheel niet te kennen. Vervolgens is er een vraag gesteld over een niet-bestaande regel. Het directielid is gevraagd of hij bekend is met de regel van de Autoriteit Financiële Markten die het de financiële instelling verplicht stelt jaarlijks het opgestelde cliënten-

301 Tien instellingen die deelnemen aan dit onderzoek, zijn volgens de ledenlijst van de Nederlandse Vereniging van Banken lid.

302 The Committee of European Securities Regulators (CESR) is de voortzetting van het in 1997 opgerichte FESCO (the Forum of European Securities Commissions) waarin 27 Europese effectentoezichthouders samenwerken. Het CESR dient als overlegorgaan voor het opstellen van gezamenlijke standaards, als adviesorgaan voor de Europese Commissie, en in het algemeen als een netwerk voor effectentoezichthouders. De standaards en regels waarop in deze vraag wordt gedoeld, zijn die van april 2002 in het document: *A European Regime of Investor Protection – The Harmonisation of Conduct of Business Rules*.

en/of risicoprofiel van de particuliere belegger te herijken.<sup>303</sup> Van de directieleden is 58,3% ervan overtuigd dat deze regel wél bestaat. De verdeling op basis van de grootte van de financiële instelling is als volgt:



*Figuur 68: 'Bent u bekend met de beleidsregel van de AFM ten aanzien van het verplicht jaarlijks iken van het risicoprofiel?' (volgens de directieleden, in %)*

### 10.1.2 Een visie op de regelgeving en verplichtingen

Zonder uitzondering stellen de directieleden dat zij positief zijn over de regelgeving, zoals de Nadere Regeling gedragstoezicht effectenverkeer 2002. Sommige directieleden zijn ronduit positief, anderen zijn overwegend positief en geven aan de regels te accepteren omdat deze er nu eenmaal zijn. Enkele positieve reacties van directieleden van de kleine instellingen: "Het is een uitgebreide, maar wel goede regelgeving. Daarbij zijn de regels vaak goede handvatten en maken je bewuster van je handelen", "Nederland gaat voorop in Europa en gaat daarom op sommige punten te ver, maar het is goed dat er regels zijn", "Ik heb geen slecht gevoel over de regelgeving. In de financiële wereld moet een strak regime gelden. Blij dat de oude tijd niet meer geldt." Er wordt wel door enkele directieleden voor meer duidelijkheid omtrent de regelgeving gepleit. Zo stelt een direc-

<sup>303</sup> Zie Toelichting Nadere Regeling gedragstoezicht effectenverkeer 2002 artikel 28 (voorheen Toelichting Nadere Regeling toezicht effectenverkeer 1999): "De plicht om kennis te nemen van de achtergronden van de cliënt bestaat zowel bij het aangaan van een relatie als gedurende de relatie tussen effecteninstelling en cliënt indien de dienstverlening wijzigd; dit laatste betekent met name dat indien bijvoorbeeld het risicoprofiel wordt gewijzigd of andersoortige effecten of markten in beeld komen, de cliënt ter zake aan een nader onderzoek zal moeten worden onderworpen."

### III De zorgplichtregels in theorie en praktijk

teur-eigenaar van een kleine instelling: “De Nadere Regeling is uitgebreider dan de Wte. Geeft zodoende ook meer houvast. Ik zoek eigenlijk wat meer zwart-wit uitspraken voor de duidelijkheid. Anderzijds moet ik zeggen dat de Nadere Regeling voor kleinere organisaties meer flexibiliteit biedt.” Er zijn ook kritische geluiden te horen, zonder dat de directieleden daadwerkelijk negatief zijn over de regels. Een vennoot van een kleine financiële instelling: “Ach, die regels worden steeds gedetailleerder, maar zullen onvolledig blijken. Hoe meer regels, hoe meer er zal worden ontdoken.” Als één van de weinigen maakt een directielid van een middelgrote financiële instelling een opmerking over de praktische uitwerking van de regelgeving: “Die risicoprofielen die conform artikel 28 verplicht zijn gesteld, worden een doel op zich. Ik vraag me af of dat de bedoeling was.” Een lid van de raad van bestuur van een grote instelling is heel resoluut over de regelgeving in zijn antwoord: “De regels zijn prima, het speelveld moet duidelijk en begrensd zijn.” Niet ieder directielid van de grote financiële instellingen deelt deze positieve opstelling. Zo kraakt een lid van het managementteam van een grote financiële instelling een kritische noot over de regelgeving: “De Nadere Regeling is geboren uit beleggerbescherming. Soms is dit goed, maar vaak schiet het ook door, zoals de financiële bijsluiter. De eigen verantwoordelijkheid van de belegger blijft zodoende beperkt. Bovendien schiet men door in de bureaucratie.”

Om te toetsen of de regelgeving volgens de directieleden daadwerkelijk bijdraagt aan de zorg voor de particuliere belegger, zijn de hierna volgende zeven regels en verplichtingen aan hen voorgelegd.

#### *10.1.2.1 Het verplicht gestelde cliënten- en/of risicoprofiel*

Volgens een meerderheid (70,8%) van de directieleden worden met deze regel de belangen van de particuliere belegger gediend. Dat deze regel enigszins bijdraagt, stelt 12,5% van de deelnemers, 8,3% stelt dat deze regel niet hieraan bijdraagt.

#### *10.1.2.2 De vijfdagentermijn bij marginverplichtingen*

Een meerderheid (54,2%) van de directieleden stelt dat deze regel de belangen van de particuliere belegger behartigt, terwijl 29,2% stelt dat de regel enigszins hieraan bijdraagt.

#### *10.1.2.3 De (schriftelijke) waarschuwingsplicht*

De mening van de directieleden over deze regel is verdeeld. Zo beoordeelt 33% van de directieleden deze maatregel als positief, 33% stelt dat deze maatregel enigszins bijdraagt, en in totaal 25% van de directieleden stelt dat deze regel wei-

nig tot niets bijdraagt. Opvallend daarbij is dat 66,7% van de directeuren van de grote instellingen van mening is dat deze maatregel weinig bijdraagt aan het behartigen van de belangen van de particuliere belegger.

#### *10.1.2.4 Het verbod op het intraday handelen*

De directieleden stellen in meerderheid dat deze regel de belangen van de particuliere belegger dient. Dat deze regel zeker bijdraagt, meent 54,2% van de directieleden, terwijl 4,2% meent dat dit enigszins het geval is. De overige directieleden zijn neutraal (16,7%) of zijn van mening dat deze regel weinig (8,3%) tot niets (16,7%) bijdraagt in een poging de belangen van de belegger te dienen.

#### *10.1.2.5 De verplichte optie- en futureovereenkomst*

Om een particuliere belegger afdoende te informeren over de rechten en plichten die samengaan met de handel in derivaten, is het verplicht hem een optie- en futureovereenkomst te laten ondertekenen. Zonder deze overeenkomst staat de financiële instelling het de particuliere belegger niet toe te handelen in derivaten. Bij het analyseren van de antwoorden op de volgende vraag blijkt er een statistisch significant verschil waar te nemen. Draagt het verplicht laten ondertekenen van een optie- en futureovereenkomst bij aan het behartigen van de belangen van de cliënt? De directieleden van de kleine financiële instellingen menen significant vaker (64,7%) dat dit het geval is ten opzichte van de directies van de middelgrote (25%) en de grote instellingen (0%). Juist de directieleden van de grote instellingen (33,3%) nemen significant vaker dan die van de kleine (0%) en de middelgrote (0%) instellingen, een neutrale houding aan ten aanzien van deze regel. Terwijl de directieleden van de middelgrote instellingen significant vaker (50%) dan de directieleden van de kleine (5,9%) en de grote (0%) instellingen van mening zijn dat deze verplichting niets bijdraagt aan het behartigen van de belangen van de particuliere belegger. Gesteld kan worden dat de directieleden van de kleine financiële instellingen aanzienlijk positiever zijn over deze verplichting dan de directies van de middelgrote en de grote instellingen.

#### *10.1.2.6 De verplichting om het pensioenvermogen defensief te beleggen*

Recente jurisprudentie van de Klachtencommissie DSI en de burgerlijke rechter leert dat het de omstandigheden zijn die bepalen of het pensioenvermogen daadwerkelijk (geheel) defensief belegd moet worden. Desondanks heerst het paradigma in de effectenbranche dat pensioenvermogen altijd defensief belegd moet worden. Zo meent de helft van de directieleden dat door de verplichting pensioenvermogen defensief te *moeten* beleggen, de belangen van de belegger ook daadwerkelijk worden behartigd. Gemiddeld 29,2% van de directieleden

### III De zorgplichtregels in theorie en praktijk

neemt een neutrale houding aan ten aanzien van deze verplichting, terwijl 12,5% stelt dat deze verplichting weinig bijdraagt en 8,3% stelt dat deze verplichting niets bijdraagt aan het behartigen van de belangen van de particuliere belegger.

#### 10.1.2.7 *Het verbod op het majoreren bij emissies*

Uit de reacties van de directeuren van de middelgrote en de grote instellingen blijkt dat zij in ruime meerderheid van mening zijn dat deze regel zeker in het belang is van de particuliere belegger: 75% bij de middelgrote en 100% bij de grote instellingen. De directieleden van de kleine instellingen denken hier genuanceerder over. Zo deelt nog niet de helft van hen de mening dat deze regel enigszins of zeker bijdraagt aan het behartigen van de belangen van de particuliere belegger (47,1%). Daarentegen is 11,8% van de directieleden neutraal, terwijl 23,5% van mening is dat deze regel weinig bijdraagt en 17,6% stelt dat deze regel niets bijdraagt.

#### 10.1.3 De visie op de jurisprudentie van de Klachtencommissie DSI

De zogenaamde ‘alternatieve geschillenbeslechting’<sup>304</sup> vormt steeds frequenter een serieuze vervanger voor de traditionele rechtsgang. Vanuit de financiële wereld is er echter regelmatig kritiek te horen. De Klachtencommissie DSI zou teveel op de hand van de particuliere belegger zijn en er wordt weinig rekening gehouden met de ‘eigen verantwoordelijkheid’ van de belegger.<sup>305</sup> Deze kritiek lijkt te verstommen. Uit de interviews blijkt dat de meerderheid van de directieleden (redelijk) positief is over de uitspraken van de Klachtencommissie DSI. Hierbij blijken er geen grote verschillen in opvatting te zijn tussen de drie categorieën instellingen. Een directeur van een kleine instelling heeft zo zijn eigen visie op de toegenomen kwaliteit van de uitspraken: “De Klachtencommissie DSI lijkt tot voortschrijdend inzicht te zijn gekomen. Eerst werd klanten gelijk gegeven, maar nu de leden van de Klachtencommissie DSI zelf ook geld hebben verloren, worden zij realistischer en ter zake kundig.” Regelmatig wordt tijdens de interviews door de directieleden aangegeven dat de balans tussen de verantwoordelijkheid van de financiële instelling en die van de particuliere belegger is verbeterd. Een directielid van een kleine financiële instelling schrijft dit toe aan de voorbereiding van de Klachtencommissie DSI: “De uitspraken van de klachtencommissie worden steeds professioneler voorbereid. Implicaties van de

<sup>304</sup> Deze alternatieve geschillenbeslechting, waarbij er een bindend advies wordt gegeven aan de partijen, is binnen de financiële wereld ook terug te vinden bij algemene bankzaken, hypothecaire leningen en verzekeringen.

<sup>305</sup> Zie het *NRC Handelsblad*, Claims treffen vooral de beursorderlijst, 14 juni 2003.

uitspraken worden goed doordacht en de particuliere belegger wordt aangesproken op zijn eigen verantwoordelijkheid.” Ook andere directieleden zijn van mening dat er een goede balans in de verantwoordelijkheid is gevonden. Enkele reacties: “De eerste jaren was de klachtencommissie zeer op de hand van de particuliere belegger. Ze komen hierop terug en daar ben ik wel blij mee” en “De uitspraken zijn vaak reëel en de instelling wordt niet altijd schuldig bevonden” en “De meeste klachten worden niet toegewezen en dat vind ik een goede zaak. Het is ook goed dat beleggers op de eigen verantwoordelijkheid worden gewezen.” Een lid van de raad van bestuur van een grote instelling geeft eveneens aan positief te zijn over de uitspraken van de Klachtencommissie DSI: “Was in eerste aanzet (de jaren van de Klachtencommissie Beursbedrijf en de eerste jaren van de Klachtencommissie DSI, AL) alles in het voordeel van de klant, nu is dit evenwichtiger en wordt de verantwoordelijkheid beter verdeeld.”

Kritiek op de jurisprudentie van de Klachtencommissie DSI is er echter ook te horen uit de monden van de directieleden. In zeven gevallen stelt een directielid dat de uitspraken weinig consistent zijn. Een directeur van een middelgrote instelling wijst erop dat er geen particuliere beleggers in de Klachtencommissie DSI zitting hebben. Hij reageert: “Daarbij vind ik de uitspraken vaak tegenstrijdig en weinig consistent. Ik mis scherpheid en duidelijkheid. Ook de doorlooptijd van de klachten is lang.” De lange doorlooptijd voordat een klacht afgehandeld is, wordt vaker genoemd. Een directeur van een kleine instelling: “Ik vind de formulering wel helder van de commissie, maar mis vaak de consistentie tussen rechter en de Klachtencommissie. En wat zijn ze traag!”

De wijze waarop de Klachtencommissie DSI de gemiddelde intellectuele capaciteiten<sup>306</sup> van de particuliere belegger inschat, is voor twee directieleden van respectievelijk een kleine en een middelgrote financiële instelling reden om de volgende opmerkingen te plaatsen: “Er is een duidelijke verschuiving waarbij de verantwoordelijkheid meer bij de adviseur komt te liggen. De commissie is wel erg pro cliënt. Daarbij wordt de cliënt als infantiel beschouwd” en “De klant houdt zich vaak dom.” Een lid van de raad van bestuur van een middelgrote instelling is ronduit negatief over de Klachtencommissie DSI: “Ze hebben volstrekt geen niveau, dit blijkt ook uit de hoger beroepszaken (waar volgens hem de zaken door het College van Beroep DSI kwalitatief beter beoordeeld worden, AL). De motivering van de schuldvraag is onduidelijk en het vaststellen van het verlies doen ze slecht.” Kritiek wordt eveneens door een directeur van een klei-

306 Over de asymmetrie als onderdeel van de klacht zie uitvoerig § 7.2.8.

### III De zorgplichtregels in theorie en praktijk

ne financiële instelling geuit: “De administratieve verantwoordelijkheid van de bank slaat door. De uitspraken zijn informatief, maar van een slechte kwaliteit. Er is geen enkele lijn in te herkennen, alhoewel het wel zo is dat het niet meer vanzelfsprekend is dat de klant in het gelijk wordt gesteld.”

#### 10.1.4 Omgaan met klachten en claims

##### 10.1.4.1 *De aard van de gemiddelde klacht volgens de directieleden*

In hoofdstuk 7 zijn de uitkomsten van een documentenonderzoek naar 1.346 door de Klachtencommissie DSI (en voorgangsters daarvan) behandelde klachten over de jaren 1998 tot en met 2004 beschreven. Op basis van deze analyse is vast te stellen waar de gemiddelde behandelde klacht betrekking op heeft. Toch hoeft dit niet de aard te zijn van de gemiddelde klacht. Immers, een klacht kan zijn ingetrokken of er kan tussen partijen zijn geschikt. Om deze reden is de directieleden gevraagd wat volgens hen de aard is van de gemiddelde klacht die tegen hun instelling wordt ingediend. Op basis van de antwoorden zijn er drie categorieën te formuleren waarop de gemiddelde klacht volgens de directieleden betrekking heeft. Dit betreft de (mis)communicatie met cliënten, het ontbreken van een risicoprofiel of niet conform het risicoprofiel beleggen en het lijden van koersverliezen door onjuiste advisering.

##### 10.1.4.2 *De schikkingsbereidheid bij ingediende klachten*

Volgens de toenmalige voorzitter van de Klachtencommissie DSI, prof. mr. M.R. Mok, schikken die instellingen die zelden of nooit voor de Klachtencommissie DSI worden gedaagd, vele zaken.<sup>307</sup> Aanvullend op de bestaande vragen van de overige onderzoeken is getracht meer duidelijkheid te krijgen in hoeverre financiële instellingen bereidwillig zijn om ingediende claims te schikken en waar deze schikkingsbereidheid vanaf hangt. Helaas is op basis van de gesprekken niet vast te stellen wat de schikkingsratio<sup>308</sup> is van de financiële instellingen in Nederland. Wel is duidelijk geworden dat voornamelijk de middelgrote en de grote instellingen bereid zijn een claim te schikken. Er is hiervoor een aantal redenen aan te voeren. Ten eerste zullen middelgrote en grote instellingen voorzieningen hebben getroffen om daadwerkelijk te schikken. Met andere woorden: zij zijn financieel in staat om te schikken. Hierdoor kunnen zij ingediende claims beschouwen als een

<sup>307</sup> Zie *Bank- en Effectenbedrijf*, NIBE-SVV, mei 2002, p. 6-11. De toenmalige voorzitter van de Klachtencommissie DSI stelt in een interview dat financiële instellingen waarvan nauwelijks zaken dienen voor de Klachtencommissie DSI, relatief veel schikken. Op pagina 9 zegt hij: “Ik denk eigenlijk dat als u nu vraagt welke bank of commissionair relatief weinig zaken heeft en waarom, dan vertel ik u niet welke, maar het waarom ligt in het feit dat ze heel veel schikken.”

<sup>308</sup> Hoeveelheid financiële claims geschikt op het totaal aantal financiële claims per financiële instelling in procenten.



bedrijfsrisico. Ten tweede zijn er financiële instellingen die willen voorkomen dat zij repetitiespelers worden voor de burgerlijke rechter of de Klachtencommissie DSI. De kans hiertoe is, gezien de omvang van de klantenbasis bij middelgrote en grote financiële instellingen, begrijpelijkerwijs groter dan bij kleine instellingen. Alhoewel de schikkingsratio niet is vastgesteld, is er wel duidelijkheid verkregen over de argumentatie waarom er wordt geschikt. Bij vrijwel alle directieleden die stellen (regelmatig) te schikken, blijkt één van de belangrijkste vraag te zijn: Is er daadwerkelijk een fout gemaakt aan de zijde van de instelling? Een ander regelmatig genoemd argument is de (potentiële) schade aan het imago van de instelling. Nagenoeg alle directieleden van de middelgrote en de grote instellingen voeren dit aan als een argument om te schikken. Ook de kosten voor het voeren van een juridische procedure worden genoemd als argument om (wat sneller) te schikken. Tweemaal wordt het moeten verschijnen voor de Klachtencommissie DSI als argument genoemd om een claim te schikken. De directieleden van de kleine financiële instellingen komen met de volgende reacties: “Ik kom liever niet voor het DSI, ze moeten je daar niet te veel zien” en “Je loopt altijd de kans dat het DSI je in het ongelijk stelt, dus schik ik geregeld.” Een ander heeft een bijzondere economisch-juridische reden om claims te schikken: “De kans dat gelijkgestemde klagen- de particulieren<sup>309</sup> teveel informatie krijgen indien een zaak voorkomt bij de rechter of de klachtencommissie, is te groot. Ik wil geen slapende honden wakker maken.” Ook wordt eenmaal de financiële draagkracht van de klager genoemd die wordt meegewogen in de overweging om te schikken of niet. Door drie directeuren (één van een kleine instelling en twee van grote instellingen) wordt het behouden van de cliënt als argument genoemd om een ingediende claim te schikken.

#### 10.1.4.3 *De (potentiële) rol van de media bij het schikken van financiële claims*

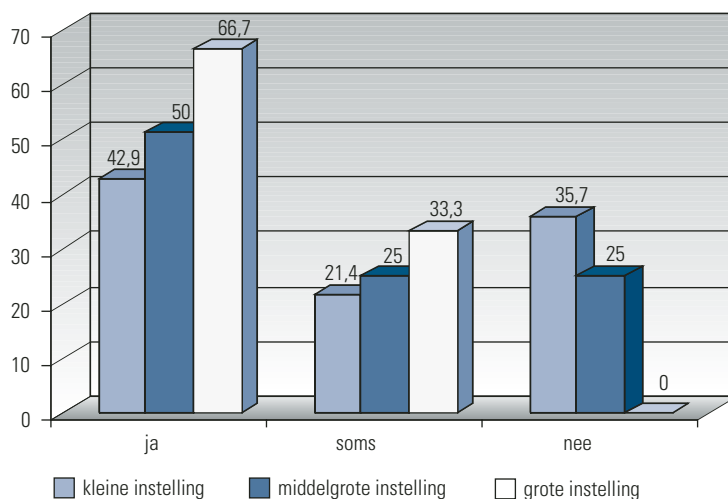
Dat negatieve media-aandacht schadelijk kan zijn voor een financiële instelling, behoeft weinig betoog.<sup>310</sup> Ook binnen de financiële sector zijn hiervan vele voorbeelden. Denk aan de schade die het imago van een bankinstelling heeft opgelopen als gevolg van de problemen met effetenleaseproducten. Tijdens de interviews is uitvoerig stilgestaan bij de rol die negatieve aandacht in de media kan spelen bij de bereidheid van het directielid om een claim van een particuliere belegger te honoreren. Van de 24 geïnterviewde directieleden stellen 21 directieleden dat zij wel eens direct of indirect bedreigd zijn met media-aandacht, in het

309 Het betreft hier een groep particuliere beleggers die de financiële instelling over een gelijksoortige handeling aansprakelijk stellen.

310 Zie het rapport ‘De visie van ondernemers op banken’ van Ernst & Young Financial Services (2005: 19). Hieruit blijkt dat de geïnterviewde ondernemers liever geen relatie aangaan met banken die op enigerlei wijze negatief in het nieuws zijn of cliënten van dubieus allooi bedienen.

### III De zorgplichtregels in theorie en praktijk

geval zij niet bereid waren een claim te honoreren. Dit was altijd in situaties waarin de financiële instelling niet per omgaande bereid was om in te gaan op een claim. Bij veel directieleden blijkt de dreiging met media-aandacht of daadwerkelijke media-aandacht een rol te spelen bij de bereidheid een claim te honoreren. Gemiddeld blijkt dat bij 48% van de directieleden media-aandacht altijd een rol speelt, bij 23,8% soms en bij een minderheid van de directieleden (28,6%) nooit een rol speelt (zie figuur 69).



*Figuur 69: 'Speelt (potentiële) media-aandacht een rol bij bereidheid een claim te honoreren?' (volgens de directieleden, in %)*

## 10.2 De zorgplicht in de praktijk

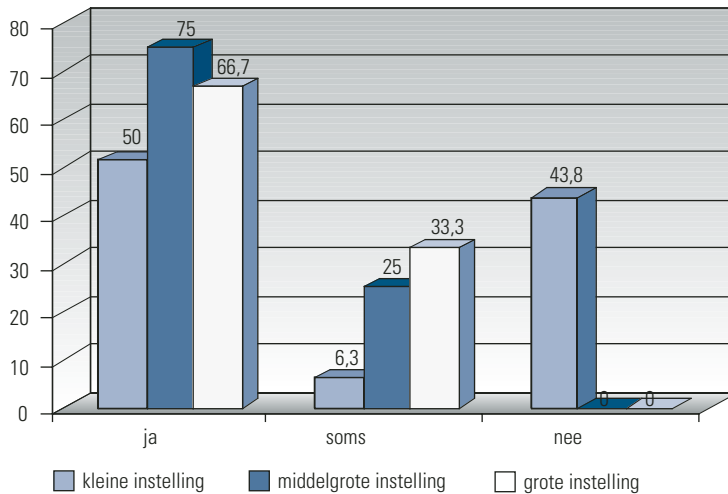
### 10.2.1 Inzet van kennis uit de jurisprudentie

In hoeverre wordt de kennis die wordt opgedaan uit het bestuderen van uitspraken van de Klachtencommissie DSI, ingezet in de praktijk? Uit de gesprekken blijkt dat diverse directieleden niets met deze uitspraken doen. Een directeur van een middelgrote financiële instelling: "Ik bezie de uitspraken kritisch, maar zendt ze niet naar mijn mensen." Daarentegen zijn er directieleden die grote waarde hechten aan bepaalde uitspraken. Deze uitspraken worden intern besproken en in sommige gevallen worden bedrijfsprocessen hierop aangepast. Zo ver-

woordt een directeur van een kleine instelling: “Ik overleg vaak neurotisch met mijn *compliance officer*: moeten we wat met deze uitspraak?” Een lid van de directie van een *business unit* van een grote financiële instelling stelt: “Echte koerswijzigingen worden opgenomen in het handboek *Compliance*, verder doen we er niets mee.” Eén directielid geeft aan dat bepaalde uitspraken voor hem een reden vormen om kritisch naar bepaalde cliënt(groep)en te kijken: “Er is een hoge *awareness* op kantoor: welke klanten vormen in potentie een probleem?” Bij meerdere financiële instellingen worden relevante uitspraken meegenomen in periodieke overleggen met de beleggingsadviseurs. Zo benadrukt een directielid van een kleine instelling: “Ik laat de zaken (uitspraken Klachtencommissie DSI, AL) zien en benadruk de kosten die hieruit voortvloeien.” Ook worden bij twee financiële instellingen relevant geachte uitspraken in een intern periodiek aan de beleggingsadviseurs toegezonden.

### 10.2.2 Begeleiding van medewerkers op het gebied van de zorgplicht

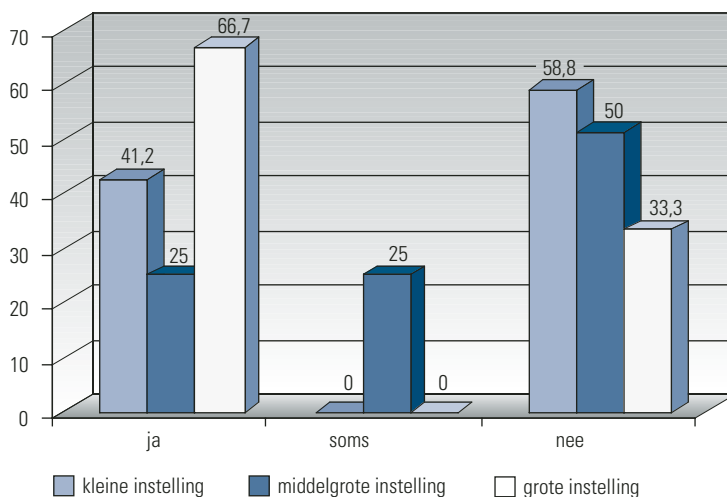
Hoe worden beleggingsadviseurs in de praktijk bijgestaan door hun werkgevers als het gaat om het implementeren van de regelgeving? Met name de directieleden van de middelgrote en de grote instellingen stellen dat er een regelmatige actualisering plaatsvindt op gebied van de zorgplicht. In figuur 70 zijn de reacties op de vraag: ‘Vindt er regelmatige actualisering op gebied van de zorgplicht plaats?’ weergegeven.



Figuur 70: ‘Vindt er regelmatige actualisering op gebied van de zorgplicht plaats?’ (volgens de directieleden, in %)

## III De zorgplichtregels in theorie en praktijk

Daarmee is niet gesteld dat de gemiddelde directeur tevreden is over zijn beleid. Wordt de directieleden namelijk gevraagd of zij van mening zijn dat de beleggingsadviseur in de praktijk wel eens een tekort ervaart in de ondersteuning op het gebied van de zorgplicht, dan valt direct op dat met name directieleden van grote financiële instellingen (66,7%) aangeven dit te denken. Ook directieleden van kleine en middelgrote financiële instellingen beantwoorden deze vraag bevestigend. Alhoewel zij duidelijk meer tevreden zijn met hun ondersteunende inspanningen.



*Figuur 71: 'Denkt u dat uw adviseurs bij het uitoefenen van hun beroep een tekort aan ondersteuning op gebied van zorgplicht ervaren?' (volgens de directieleden, in %)*

Om inzicht te krijgen in de mogelijke tekorten in ondersteuning, is gevraagd wat de beleggingsadviseur volgens de directieleden mist, als het gaat om het voldoen aan de zorgplichtregels. De directieleden van de kleine instellingen, die aangeven dat hun beleggingsadviseurs regelmatig een tekort in ondersteuning ervaren, komen met diverse zaken die hun beleggingsadviseurs missen. Een directielid stelt: "De beleggingsadviseurs hebben een tekort in het goed kunnen voeren van gesprekken en ze hebben geen idee hoe zij aan dossiervorming moeten doen." Een ander directielid is van mening dat er onder zijn mensen een tekort is aan kennis over de jurisprudentie van de Klachtencommissie DSI. Een directeur stelt het saillant: "Ze weten gewoon te weinig van de zorgplicht." Een lid van de raad van bestuur van een middelgrote financiële instelling heeft zo zijn eigen visie op zijn beleggingsadviseurs: "De zorgplicht is iets nieuws, maar de oude streken van mijn mensen worden behouden." Een directeur van een grote financiële instel-

ling geeft wat verontschuldigend aan: “Ze ervaren een tekort in alles. Er was niets. Veel is nu op basis van proberen.”

### 10.2.3 Problemen met de zorgplicht uit de praktijk van de financiële sector

De interviews boden een uitgelezen kans om de directieleden van de diverse financiële instellingen te vragen welke problemen zij ervaren in de praktijk als het gaat om de zorgplicht. Zij geven allen aan dat vaak de cliënt bepaalde informatie niet wenst te geven aan de beleggingsadviseur. Deze informatie heeft veelal betrekking op het inkomen en/of het totale vermogen van deze cliënt. Een aantal malen wordt gesteld dat cliënten niet graag doorgeven hoeveel schulden zij hebben, wat hun toekomstige pensioen is, of welke schenkingen zij mogen verwachten. Voor deze weigering zijn, op basis van de gegeven antwoorden, een aantal redenen aan te voeren:

- De cliënt ziet niet in waarom deze informatie benodigd is voor een beleggingsadvies en de instelling/beleggingsadviseur informeert hem onvoldoende over het motief.
- De beleggingsadviseur is niet voldoende geëquipeerd om deze vragen te stellen.
- De cliënt is van mening dat deze informatie reeds bij de financiële instelling bekend is.

Naast de problemen om informatie te verkrijgen van de cliënt, stellen acht directieleden (vijf van kleine, één van middelgrote en twee van grote instellingen) dat het onduidelijk is hoe vaak een risicoprofiel zou moeten worden geactualiseerd. Zij geven diverse periodes aan waarop zij het risicoprofiel actualiseren. Dit varieert van één per kwartaal tot één per drie jaar.

### 10.2.4 Kosten van de zorgplicht voor de financiële instellingen

Uit een internationaal onderzoek<sup>311</sup> is gebleken dat banken grote investeringen moeten plegen om hun operationele risico's te beperken. Dit is mede het gevolg van het kapitaalakkoord Bazel II. Uit dit akkoord blijkt dat banken zich naast krediet- en marktrisico's eveneens moeten indekken tegen operationele risico's, waaronder onverwachte kosten uit juridische procedures. Om deze risico's te kunnen beteugelen zullen volgens berekeningen hoge investeringen in informatie- en communicatietechnologie (ICT) moeten worden gedaan. Voor banken zouden deze kosten stijgen van \$ 5,2 mrd. in 2004 naar \$ 8,2 mrd. in 2007. Dat de kosten zullen stijgen voor banken is eveneens de conclusie die D. Laman

311 Towergroup, What Do We Do Now? A Basel II Voter's Guide for Undecided Banks, oktober 2004.

### III De zorgplichtregels in theorie en praktijk

Trip<sup>312</sup> trekt uit zijn berekeningen over de kosten voor toezicht en regelgeving. Volgens Trip zijn de Nederlandse banken en verzekeraars ruim € 4,3 mrd. kwijt aan kosten voor toezicht en regelgeving. De kosten worden onderverdeeld in drie groepen: kosten voor toezicht (€ 150 mln. per jaar), administratieve lasten (€ 700 mln. per jaar) en naleving (€ 3,5 mrd. per jaar). De laatste kosten zijn gemaakt omdat de naleving van de regelgeving aanpassingen vergt van de systemen.<sup>313</sup> De eisen die aan de regels ten aanzien van de zorgplicht gesteld worden, zouden doen vermoeden dat dit eveneens een kostenverhogend effect<sup>314</sup> heeft gehad voor de effectendienstverlening.

Op de vraag aan de directieleden wat de zorgplicht heeft gedaan met de kosten van de dienstverlening, was het niet opmerkelijke antwoord dat de meeste directieleden gaven, dat de kosten gestegen zijn. Slechts een enkele keer werden de gestegen kosten voor de ICT genoemd. Met name ingezette manuren hebben de kosten doen stijgen. Twee directieleden van kleine financiële instellingen stellen: “De kosten zijn beperkt gestegen, maar de zorgplicht heeft me wel veel mankracht gekost” en “Er is enorm veel tijd gestoken in dossiervorming en er zijn hoge kosten gemaakt voor de advocaat.” Een directeur namens een middelgrote instelling somt de gemaakte kosten eenvoudig op: “De hogere kosten zijn gemaakt in de ICT en bijvoorbeeld hogere portokosten. Daarbij is er veel tijd (manuren, AL) geïnvesteerd. Ik denk alles bij elkaar 20% hogere kosten.” Een lid van de Raad van Bestuur van een grote financiële instelling meent echter dat de zorgplicht hem meer heeft opgebracht dan gekost. Hij stelt: “De kosten zijn verhoogd, maar de zorgplicht heeft zeker voordelen gebracht zoals efficiencyverbeteringen, meer synergie-effecten en een hogere productiviteit van mijn mensen.” Het bleek moeilijk voor de directieleden om exact de kosten te noemen die de implementatie van de zorgplichtregels met zich mee heeft gebracht. Er werd tijdens de gesprekken een enkele keer een grove indicatie gegeven voor de kostenverhoging. Deze lagen in alle gevallen tussen de 10% en 20%.

312 Tot december 2004 bestuursvoorzitter ING Nederland N.V.

313 Het *Financieel Dagblad*, 5 oktober 2004.

314 Zie persbericht *Kosten toezicht* van 25 september 2003 van de Nederlandse Vereniging van Banken (NVB), waarin deze vereniging haar zorgen uit over de toenemende regelgeving en de onnodige detaillering van het toezicht en de daarmee gemoeide kostenstijgingen voor de banken.

### 10.3 De rol van de AFM en het DSI

#### 10.3.1 De samenwerking tussen de AFM en de financiële instellingen

Bij het implementeren van de zorgplichtregels geeft een meerderheid van de directieleden (87,5%) aan wel eens assistentie te vragen bij de Autoriteit Financiële Markten (AFM). Het Dutch Securities Institute (DSI) blijkt door 16,7% van de directieleden wel eens verzocht te zijn te assisteren bij een probleem ten aanzien van de zorgplicht. Uit het feit dat de financiële instellingen de AFM veelvuldig consulteren, kan niet de conclusie worden getrokken dat men tevreden is over de assistentie van de AFM.<sup>315</sup> In ieder geval heeft ieder directielid een duidelijke mening over de AFM. Zij zijn ofwel positief over de diensten van de AFM ofwel ronduit negatief. Degenen die positief zijn, blijken allen goede contacten te hebben op directieniveau bij de AFM. Klaarblijkelijk is het hebben van goede persoonlijke contacten van invloed op de kwaliteitsbeleving van de diensten van de AFM. Aan de andere kant is er een directeur van een kleine instelling die zich extreem negatief uitlaat over de AFM met de opmerking: “De AFM houdt zich bezig met Gestapo-praktijken.” Een directielid van een andere middelgrote instelling laat eveneens weinig ruimte voor onduidelijkheid: “Hij (Docters van Leeuwen, AL) helpt een hele bedrijfstak om zeep.” De kritische noten zijn grofweg in drie hoofdcategoryën onder te brengen:

- de kwaliteit van de antwoorden op gestelde vragen;
- de snelheid van antwoorden;
- de kennis van de medewerkers van de AFM.

##### *10.3.1.1 De kwaliteit van de antwoorden op gestelde vragen*

Uit de interviews met elf directieleden blijkt dat de AFM vragen over de zorgplicht, onduidelijk of onvolledig beantwoordt. Zij zou te weinig duidelijkheid verschaffen over de regelgeving. De AFM wordt tevens verweten een afwachtende houding aan te nemen en weinig te anticiperen op ontwikkelingen in de markt. Er blijkt met name bij de kleine financiële instellingen behoefte te zijn aan gestandaardiseerde oplossingen. Denk aan het opstellen van cliënten- en/of risicoprofielen, het opstellen van cliëntovereenkomsten en het gebruik ervan in

<sup>315</sup> Zo blijkt uit het jaarverslag 2004 van de Nederlandse Vereniging van Banken een ontevredenheid over de samenwerking met de AFM in het verleden. Maar ook vanuit de overheid is er een zekere ontevredenheid te beluisteren. Zo klaagt de heer B. ter Haar, directeur Financiële Markten van het Ministerie van Financiën, in het tijdschrift *IM Update* (december 2004: 1-2): “Het blijkt vaak dat de markt ergens mee zit, zonder dat wij dat weten. De eisen rond de administratieve organisatie en interne controle voor beleggingsinstellingen blijken bijvoorbeeld te cryptisch te zijn geformuleerd.”

### III De zorgplichtregels in theorie en praktijk

de praktijk. Een directielid van een kleine instelling: “Ze doen volstrekt geen concrete uitspraken, dus heb ik er ook niets aan.” Dit wordt door een ander directielid onderschreven, gezien zijn opmerking dat bepaalde vragen niet schriftelijk maar wel mondeling beantwoord worden door de AFM. Een directielid van een grote instelling verwoordt het gebrek aan concrete antwoorden als volgt: “De interpretatie van de regelgeving begrijpen ze (de AFM, AL) zelf niet, dus wachten ze maar op jurisprudentie om zo duidelijkheid te verkrijgen.” Een directeur van een kleine instelling zegt te zijn gestopt met het stellen van vragen aan de AFM: “Ik stel mijn vragen aan juristen of accountants, de antwoorden van de AFM zijn volstrekt onvoldoende.” Een directeur van een kleine Amsterdamse instelling noemt de toon van de correspondentie altijd ‘licht sanctionerend’, waarbij er vanuit de AFM een hoge tijdsdruk wordt opgelegd en weinig begrip is voor de positie van de kleine instelling.

#### 10.3.1.2 *De snelheid van antwoorden*

Vier directeuren uiten kritiek op de snelheid waarmee de AFM vragen beantwoordt. Een directeur van een kleine instelling is in het algemeen wel tevreden over de dienstverlening van de AFM, maar heeft een opmerking over de snelheid waarmee gewerkt wordt: “Ik vind de dienstverlening goed, maar de doorlooptijden van de door mij gestelde vragen zijn enorm lang.” Een directielid van een andere kleine instelling deelt deze mening: “De kwaliteit van de AFM is zonder meer goed, maar ze zijn bureaucratisch en langzaam.” Het blijkt dat ook vragen gericht aan de AFM volgens een directeur van een kleine instelling niet beantwoord worden: “Schriftelijke vragen die ik heb gesteld over risicoprofielen, worden simpelweg niet beantwoord.” Een collega-directeur stelt: “De dienstverlening van de AFM is slecht. Zo heb ik anderhalf jaar geleden een vraag gesteld over risicoprofielen voor minderjarigen en ik wacht nog op antwoord.”

De doorlooptijden van het verkrijgen van antwoorden blijkt echter niet bij iedere instelling een probleem te zijn. De directieleden van twee grote financiële instellingen stellen: “Ze zijn ter zake en snel” en “Het gaat prima. Ze zijn toegankelijk.”

#### 10.3.1.3 *De kennis van de medewerkers van de AFM*

Drie directieleden maken een opmerking over de ervaring en de kennis van de AFM-medewerkers met wie zij van doen hebben.<sup>316</sup> Zo zouden deze medewer-

<sup>316</sup> Vergelijk het rapport van Ernst & Young Financial Services (2005): ‘De visie van ondernemers op banken’. Op pagina 19 is te lezen: “De specifieke kennis en ervaring van medewerkers van de AFM acht men nog niet hoog.”



kers (te) jong te zijn waardoor er sprake is van te weinig kennis en ervaring met de praktijk van het effectenbedrijf.<sup>317</sup> Een directeur van een kleine financiële instelling licht toe: “Ze blinken uit in totale ondeskundigheid en onervarenheid. Het zal wel komen door de enorme groei van de AFM.” Vroeger was het beter, althans, dat stelt een directeur in zijn reactie: “In het STE-tijdperk<sup>318</sup> was het goed. De medewerkers waren een klankbord en hadden toen veel ervaring en kennis. Nu zijn het relatief jonge mensen met weinig ervaring, waardoor de communicatie onduidelijk is.” Deze kritiek wordt, net als eerdere kritiek, niet unaniem gedeeld door de directieleden. Een directeur van een middelgrote financiële instelling stelt: “Het niveau van de mensen is goed.”

### 10.3.2 De rol van de AFM bij de zorgplicht van de financiële instellingen

De directieleden is gevraagd hoe zij de rol van de AFM ervaren als het gaat om de ontwikkeling van de regelgeving ten aanzien van de zorgplicht. Gedurende de gesprekken wordt een aantal aandachtspunten voor de AFM genoemd. Zo zou zij minder regelgericht en meer praktijkgericht moeten zijn. Met name zou er door de AFM te weinig praktische invulling worden gegeven aan de regelgeving die instellingen wordt opgelegd. Daarbij zou de AFM meer moeten doen aan voorlichting van de financiële instellingen over de werking en achtergronden van de regelgeving. Ook noemen de directieleden het gebrek aan een pro-actieve houding naar marktontwikkelingen. In de gesprekken worden een aantal voorbeelden genoemd waarbij de AFM te weinig actief handelt naar (gewijzigde) marktomstandigheden. Een directielid noemt de financiële bijsluiters als voorbeeld van een oplossing die in de praktijk niet werkt. Een directielid van een kleine instelling noemt de maatregelen van de AFM in het kader van de zorgplicht ‘zeer embryonaal’ en ‘rijkelijk laat’. Ook de wijze waarop wordt omgegaan met de beleggingshypotheek en de leaseproducten kan niet rekenen op goedkeuring van enkele directieleden. ‘Te laat en hierdoor te reactief gehandeld’ volgens hen.<sup>319</sup>

Er worden eveneens een aantal opmerkingen gemaakt over de positie van de AFM als toezichthouder. Een directielid stelt dat er veel ‘gezeur’ is tussen De Nederlandsche Bank en de AFM als het gaat om de onderlinge taakverdeling. Hij vraagt zich af waarom er niet een fusie plaatsvindt tussen deze twee instellingen. Een directielid van een grote financiële instelling is van mening dat de

<sup>317</sup> In de enquête die de AFM in februari 2005 heeft gehouden onder de lezers van haar nieuwsbrief, blijkt dat 70% van deze lezers van mening is dat de AFM over een goede kennis van de markt beschikt. Van de onder toezicht staande instellingen die regelmatig contact hebben met de AFM, blijkt 50% deze mening te delen.

<sup>318</sup> De Stichting Toezicht Effectenverkeer (STE) als de rechtsvoorganger van de huidige Autoriteit Financiële Markten (AFM).

<sup>319</sup> Vijftig procent van de lezers die deelnamen aan de enquête van de AFM, deelt de mening dat de AFM snel genoeg reageert op misstanden in de markt.

### III De zorgplichtregels in theorie en praktijk

AFM teveel ‘politiek en macht gedreven’ is. Hierdoor zouden volgens hem doel en middelen door elkaar worden gehaald en zou onnodig zware regelgeving worden opgelegd om zo de macht te behouden. Een collega-directielid maakt een vergelijkbare opmerking door te stellen dat de AFM zich wel zeer nadrukkelijk op de kaart wenst te plaatsen: “De AFM wil vele taken en verantwoordelijkheden en groeit hierdoor te hard.” Een bestuurder van een kleine instelling is met name kritisch over de positie: “De AFM is te autonoom en zou deze regels helemaal niet mogen opleggen.” Een verdere uitleg kon hij niet geven.

#### 10.3.3 De samenwerking tussen het DSI en de financiële instellingen

Zoals eerder geconstateerd, wordt het DSI aanzienlijk minder vaak geconsulteerd over de zorgplicht dan de AFM (16,7% versus 87,5%). Twee directieleden zijn positief over de behandeling van de vragen die zij stelden aan het DSI. Een directeur: “Ik ben hierover positiever dan over de AFM. Het DSI legt problemen voor je voor aan de AFM en je krijgt een adequate reactie van het DSI.” De tweede reactie is van gelijke aard: “Ik ben tevreden over de behandeling van DSI.” Ook is gevraagd hoe de directieleden de rol van het DSI zien ten aanzien van de zorgplicht. Hierbij zijn de reacties in drie categorieën onder te verdelen.

##### 10.3.3.1 *Het DSI als registrerende instelling*

De directeuren van de kleine instellingen noemen het registreren van de beleggingsdeskundige als een belangrijke taak van het DSI. Twee van hen noemen dit de enige taak die zij zien: “Feitelijk is het DSI niet meer dan een registratiebureau” en “De AFM is de toezichthouder en het DSI is meer certificerend. Het is dan ook de AFM die meer een rol speelt in de zorgplichtregels.” De directeur van een kleine instelling stelt dat het register de particuliere belegger de mogelijkheid biedt om betrouwbaarheid en integriteit te controleren en zodoende een goede aanzet geeft tot professionalisme binnen de effectendienstverlening. Een ander directielid roemt eveneens de registratievereisten: “De registratie is prima, zo is een basiskennis gegarandeerd.” Eén directeur is weinig positief over het DSI, maar ziet wel het voordeel in van de registers: “Het DSI is een speeltuinvereniging. Het is te pretentius, en ze hebben te weinig mensen. Ze zijn er wel in geslaagd om het kaf van het koren te scheiden.” Dit voordeel wordt niet door ieder directielid gedeeld. Twee directieleden van kleine instellingen leveren kritiek: “Er is nog teveel kaf onder het koren in de registers” en “De kwaliteitscontrole op de registers is slecht.”

##### 10.3.3.2 *Het DSI als opleider*

Zeven directeuren noemen het de taak van het DSI om effectenspecialisten op te leiden. Ook hierbij zijn het voornamelijk directieleden van kleine instellingen

die deze rol toedichten aan het DSI. Zo reageert een directielid: “Ik ben positief over de rol van het DSI als opleider. De bewustwording van mijn mensen is hierdoor versterkt.” Een directeur ziet het als een belangrijk vereiste om een verdere professionalisering in het effectenvak door te voeren: “Het DSI geeft een goede aanzet tot professionalisme met PE (Permanente Educatie, AL) en registratie.” Een directielid van een grote financiële instelling is tevreden over de “docerende zijde van het DSI.”

Ook op het onderdeel van opleiden wordt er kritiek geuit op het DSI: “De wijze waarop PE wordt opgezet, is onprofessioneel. Dit wordt niet serieus genomen. Stuur de mensen naar PE-bijeenkomsten en laat ze een examen doen” en “...of PIT (Permanente IntegriteitsToets, AL) goed is, vraag ik me af, het niveau is laag” en “Het zou beter zijn als de mensen een examen zouden moeten doen om zo een hoger niveau te behalen.”

#### 10.3.3.3 *Het DSI als belangenbehartiger binnen de financiële sector*

Er worden in de gesprekken diverse opmerkingen gemaakt door de directieleden over het DSI als belangenbehartiger.<sup>320</sup> Opvallend is dat geen van hen positief is over de wijze waarop het DSI de belangen behartigt van de aangesloten instellingen. Een directeur van een kleine instelling antwoordt: “Het DSI zou meer een proactieve rol moeten spelen als kennisinstituut. Zo zou zij de Nadere Regeling op bepaalde delen kunnen bekritisieren c.q. een afbakening aangeven. Op deze wijze zou er meer consistentie kunnen komen binnen de branche.” Evenals de vorige directeur, maakt een andere directeur een opmerking over de beperkte ‘proactiviteit’ van het DSI: “Ik ben redelijk tevreden, maar het DSI is wel weinig proactief of wervend. Ze zou meer moeten optreden als kwaliteitslabel binnen de sector.”

Twee directeuren van middelgrote instellingen zijn van mening dat het DSI zich te weinig profileert. Zij stellen: “Het DSI mag zich nadrukkelijker en sterker profileren. Ze moet sterker een belangenbehartiger worden zoals DUFAS.<sup>321</sup> Het DSI is te bescheiden.” Een ander verwoordt zijn kritiek kort en bondig: “Het DSI doet te weinig, de NVB doet het beter.” Een lid van de raad van bestuur van een middelgrote instelling geeft op zijn eigen wijze kritiek: “Ik heb geen idee

<sup>320</sup> Daarbij dient te worden opgemerkt dat het DSI formeel geen belangenbehartiger is en eerder beschouwd kan worden als een privaatrechtelijke regulerende instelling. Zeker zolang de Klachtencommissie DSI onderdeel uitmaakt van het Dutch Securities Institute zal het actief optreden als belangenbehartiger moeilijk zijn, gezien de verschillende belangen die gediend moeten worden.

<sup>321</sup> De Dutch Fund Association, afgekort ‘DUFAS’, is een belangenvereniging van in Nederland werkzame beleggingsinstellingen. De Dutch Fund Association zelf is geen beleggingsinstelling, maar een Nederlandse brancheorganisatie van en voor beheerders van beleggingsinstellingen.

### III De zorgplichtregels in theorie en praktijk

wat het DSI doet, dus ik heb geen mening. Ik vind eigenlijk de AFM wel voldoende.” Tot slot is er een directielid van een grote financiële instelling die stelt: ”Het DSI profileert zich te weinig. Ze weten niet goed hoe het moet en missen ook nog eens interactie met het veld.” Naast de kritiek die gehoord wordt, zijn er drie directieleden van kleine instellingen die al met al positief zijn over de wijze waarop het DSI opereert.

## 10.4 Conclusies

Een overgrote meerderheid van de directieleden stelt regelmatig de uitspraken van de Klachtencommissie DSI te lezen om zo op de hoogte te blijven van de ontwikkelingen op het gebied van de zorgplicht. Ook de Nadere Regeling is bij een ruime meerderheid van de directieleden bekend. Europese richtlijnen, zoals opgesteld door CESR, zijn daarentegen nauwelijks bekend. Ondanks dat een ruime meerderheid stelt uitspraken van de Klachtencommissie DSI te lezen en de Nadere Regeling te kennen, blijkt er over sommige onderwerpen onduidelijkheid te bestaan over de exacte praktische uitwerking van de regelgeving (zoals het vermeend jaarlijks verplicht moeten herijken van het cliënten- en/of risicoprofiel). Zo is er onduidelijkheid over het wel of niet bestaan van de verplichting het profiel periodiek te moeten herijken. Enerzijds kan dit worden verklaard doordat niet ieder directielid in de praktijk bezig is met de implementatie van de regels en hierdoor de regelgeving niet kent, anderzijds kunnen interne en externe regels (wettelijk opgelegd of bedrijfsmatig opgelegd) met elkaar verward worden.

In zijn algemeenheid kan gesteld worden dat de directieleden van Nederlandse financiële instellingen redelijk tot zeer tevreden zijn over de regelgeving inzake de zorgplicht die hen is opgelegd. Op enkele onderdelen heerst er echter tussen de categorieën instellingen verdeeldheid. Zo zijn de directieleden van de grote financiële instellingen terughoudender over het effect van het schriftelijk waarschuwen. Ten aanzien van het verplicht laten ondertekenen van het optie- en futureovereenkomst zijn met name de directieleden van de kleine instellingen positief. Zij hebben hun bedenkingen over de toegevoegde waarde van het verbod op majoreren bij emissies.

De kwaliteit van de uitspraken van de Klachtencommissie DSI wordt als goed ervaren. Enkele directieleden stellen dat de commissie minder op de hand van

de particuliere belegger is geworden en meer ervaring heeft gekregen.<sup>322</sup> Er zijn echter ook directieleden die de uitspraken nog steeds weinig consistent vinden. Ook de doorlooptijd van de uitspraken wordt bekritiseerd. Bij sommige instellingen worden de uitspraken van de Klachtencommissie DSI actief gebruikt om de dienstverlening aan te passen. Zo worden uitspraken bij enkele instellingen doorgezonden naar de beleggingsadviseurs en vindt er een regelmatige actualisering op het gebied van de zorgplicht plaats. Dat dit niet altijd afdoende is, blijkt uit de kritische opmerkingen die de directieleden hebben over hun beleid. Veel directieleden denken dat hun ondersteuningsbeleid op het gebied van de zorgplicht verbeterd kan worden.

Volgens de directieleden kunnen de klachten die worden ingediend door particuliere beleggers, worden onderverdeeld in drie categorieën: (mis)communicatie met cliënten, het ontbreken van een risicoprofiel of niet conform het risicoprofiel beleggen en het lijden van koersverliezen door onjuiste advisering. Wordt er eenmaal een claim ingediend, dan blijkt dat een aantal directieleden wil voorkomen dat zaken worden voorgebracht bij de Klachtencommissie DSI of burgerlijke rechter. Dit aangezien het directielid geen repetitiespeler wil worden én niet het risico wil lopen dat de instelling imagoschade oploopt. Daarentegen zijn er ook directieleden van instellingen die volstrekt niet ontvankelijk zijn voor deze argumenten en de juridische confrontatie met de klager niet uit de weg gaan. Uit de interviews blijkt dat met name de directieleden van de middelgrote en de grote financiële instellingen sneller bereid zijn een claim te schicken. Zij hebben hier toe vaak voorzieningen getroffen. Bij het behandelen van de claims blijkt dat een overgrote meerderheid van de directieleden wel eens direct of indirect bedreigd is met media-aandacht. De helft van de directieleden stelt dat (potentiële) media-aandacht zeker een rol speelt bij de bereidheid een claim te schicken.

In de praktijk worden financiële instellingen, volgens directieleden, met diverse problemen geconfronteerd. Zo ziet een cliënt niet in waarom bepaalde informatie, in het kader van het 'Ken Uw Cliënt'-beginsel, benodigd is voor een beleggingsadvies en informeert de instelling of de beleggingsadviseur hem onvoldoende over het motief van de gestelde vragen. Ook blijkt de beleggingsadviseur, volgens enkele directieleden, niet voldoende geëquipeerd om deze vragen goed te stellen. Tot slot zijn veel cliënten van mening dat de informatie waar de

<sup>322</sup> Daarbij dient aangetekend te worden dat het percentage gedeeltelijke of volledige toewijzing van de Klachtencommissie DSI reeds lange tijd rond de 40% beweegt. Uit deze percentages kan, anders dan de geïnterviewden soms stellen, niet worden geconcludeerd dat de Klachtencommissie DSI zeer op de hand van de particuliere beleggers was.

### III De zorgplichtregels in theorie en praktijk

beleggingsadviseur om vraagt, reeds onder de instelling is en de vraag daardoor overbodig is. Naast de problemen in het kader van het 'Ken Uw Cliënt'-beginsel, blijkt onder directieleden ook grote verdeeldheid over de vraag hoe vaak een cliënten- en/of risicoprofiel zou moeten worden geactualiseerd. Over de kosten van de implementatie van de zorgplichtregels wordt, niet geheel onverwacht, gesteld dat deze hoog zijn. Het is opmerkelijk dat deze hoge kosten niet te vinden zijn in investeringen in de informatie- en communicatietechnologie, maar met name in het beschikbaar stellen van mankracht.

Over de dienstverlening van de Autoriteit Financiële Markten (AFM) blijkt ieder directielid een mening te hebben. De meerderheid van hen is niet positief over deze dienstverlening. Slechts enkelen, die allen opmerkelijk genoeg contacten hebben op het hoogste niveau binnen de AFM, zijn wel tevreden. De ontevredenheid van de meeste directieleden is onder te verdelen in drie categorieën: de kwaliteit van de antwoorden op gestelde vragen is onvoldoende, de antwoorden worden langzaam of nooit gegeven en de kennis van de medewerkers van de AFM zou onvoldoende zijn. Ook is er kritiek te vernemen als het gaat om de rol van de AFM inzake de zorgplicht. Enkele directieleden missen een praktische invulling van de regels, waarbij eveneens gesteld wordt dat er te weinig voorlichting is over deze regels. Ook wordt door enkele directeuren een proactieve houding ten aanzien van marktontwikkelingen gemist. Hier wordt de wijze waarop de AFM is omgegaan met de beleggingshypotheek en leaseproducten, gememooreerd.

Het Dutch Securities Institute (DSI) wordt aanmerkelijk minder vaak geconsulteerd als het gaat om problemen ten aanzien van de zorgplicht. Een meerderheid van de directieleden is tevreden over de diensten van het DSI. Met name worden hierbij de goede registratie van beleggingsdeskundigen genoemd en de rol als opleider binnen de sector. Op beide onderdelen is echter ook kritiek geuit. Enkele directieleden zijn van mening dat het DSI hun belangen te weinig behartigt, ondanks het feit dat dit niet de taak van het DSI is. Tevens zou het DSI te bescheiden zijn en zich te weinig profileren.

## IV Prestatie en professionalisme

## 11 Het effect van het prestatiegericht belonen

### 11.1 De theorie van het effect van het prestatiegericht belonen

Het effect van financiële prikkels op het menselijke gedrag is theoretisch te verdelen in de economische theorie en andere sociale wetenschappen, met name de psychologie. Economen gaan ervan uit dat mensen niet voor niets werken en harder, meer persistent en effectiever werken naar mate zij meer kunnen verdienen door een betere prestatie te leveren. Psychologen daarentegen geloven dat de intrinsieke motivatie van de mens hoog genoeg is om stabiel te produceren, ook al is er geen sprake van een financiële prikkel (prestatiebeloning). Daarbij is het uitgangspunt dat meer inspanning niet altijd leidt tot meer prestaties. Camerer en Hogarth (1999: 7-42) hebben de financiële effecten van de zogenaamde *Capital-Labor-Production cyclus* onderzocht. Hierbij vormen kennis, analytische kwaliteiten en ervaring in de taak het zogenaamde cognitieve kapitaal (*capital*). Door vierenzeventig experimenten, waarbij geen, een lage en een hoge prestatiegericht beloning werd toegepast, te bezien, werden algemene conclusies getrokken. De financiële prikkel blijkt de gemiddelde taak te beïnvloeden. Met name in die gevallen van een beoordelingstaak waarbij een inspanning direct gecorreleerd is met de beloning en waarbij een toegenomen inspanning ook daadwerkelijk tot een hogere beloning leidt. Er zijn eveneens taken waarbij prestatiegericht belonen geen effect heeft. Dit heeft naar alle waarschijnlijkheid te maken met het feit dat bepaalde taken voldoende intrinsieke motivatie in zich dragen om goed te presteren of doordat de taak te complex is waardoor meer inzet niet beloond wordt. Daarnaast zijn er taken waarbij prestatiegericht belonen schadelijk is. In economische onderzoeken wordt over het algemeen geconcludeerd dat bij prestatiegericht belonen het doorsnee gedrag niet aanzienlijk verandert (Camerer en Hogarth 1999: 8). In de onderzoeken werd aangenomen dat de beleggingsadviseurs 'geld verdienen' als een doel zien. Er zijn echter meerdere doelen. Zo kan het zijn dat mensen intrinsiek gemotiveerd zijn om



goed te presteren, intelligent willen lijken om goed en snel te kunnen beslissen, trachten anderen te verblijden of sociaal acceptabel gedrag willen vertonen. In die gevallen dat prestatiegericht belonen helpt, zijn enkele effecten te beschrijven. De persoon in kwestie blijkt zich meer te herinneren, het beoordelingsvermogen, de voorspelkracht en het probleemoplossend vermogen neemt toe. Er zijn ook minder positieve effecten te benoemen. Blau en Scott (1963) deden uitvoerig onderzoek onder medewerkers van arbeidsbureaus. Zodra de leiding van deze arbeidsbureaus hun medewerkers gingen beoordelen op de meetstandaard 'plaatsingsratio's', veranderde het gedrag van de medewerkers. Moeilijk plaatsbare cliënten werden achtergesteld ten opzichte van eenvoudig plaatsbare cliënten teneinde de eigen doelstellingen te behalen. Het gedrag van de medewerkers past zich dan aan de wijze waarop de organisatie haar medewerkers beoordeelt, aan. Lipsky (1980: 170-172) stelt dat in situaties waarbij de productiviteit moet worden verhoogd en de kwaliteit van de productie niet goed te meten is, de belangen van de cliënt onderschikt zullen zijn.

In dit verband kan een onderzoek, uitgevoerd door Arkes, Dawes en Christensen (1986), bijdragen aan het analyseren van de beloningsmethodiek van de beleggingsadviseur. De onderzoekers deelden de behaalde cijfers van twintig studenten mee aan respondenten. Hen werd gevraagd om te voorspellen hoeveel van deze studenten cum laude zouden slagen. In de eerste conditie kregen de respondenten een simpele formule voor het voorspellen van het aantal studenten dat cum laude slaagt. Het was de respondenten bekend hoe nauwkeurig de formule was en zij waren gewaarschuwd dat het moeilijk was beter te scoren dan de formule. Die respondenten die niet prestatiegericht beloond werden, gebruikten vrijwel allemaal de formule en 66% van de respondenten deed een juiste voorspelling. De respondenten die wel prestatiegericht beloond werden, en \$ 0,10 per poging ontvingen, waren geneigd om de formule niet te gebruiken en deden 63% van de voorspellingen juist. Alhoewel de inspanning als zodanig niet gemeten werd, kan gesteld worden dat diegene die prestatiegericht beloond werden, geen gebruik maakten van de formule en veel inzet toonden. Deze extra inzet resulteerde echter in een lagere performance (Camerer en Hogarth 1999: 21). Ashton (1990) deed een vergelijkbaar onderzoek. Hier werd een voorspelling gedaan naar obligatiewaarderingen. Ashton (1990: 173-176) concludeert dat experts op vele terreinen slechtere voorspellingen doen dan relatief simpele formules gebaseerd op aantoonbare en kwantitatieve factoren (zie ook Dawes, Faust en Meehl, 1989: 1668-1674). Personen van wie de prestatie beloond werd, leverden weliswaar een grotere inspanning en voegden hun beoordeling toe aan de formule of gebruikten de formule in zijn geheel niet, maar de voorspellingen

waren doorgaans minder goed. Om met Camerer en Hogarth (1999: 22) te spreken: wordt er teveel *capital* gebruikt, dan werkt dit averechts. Zij concluderen dat een hoge mate van prestatiegericht belonen het grootste effect sorteert bij die taken waarbij beoordeling een rol speelt, of in het geval er beslissingen genomen moeten worden. Daarbij wordt de prestatie verbeterd bij eenvoudige taken die direct reageren op de mate van inspanning, zoals beoordeling, voorspelling, het oplossen van problemen, het herinneren van zaken of bureautaken. Prestatiegericht belonen werkt soms negatief in die gevallen waarbij de problemen te complex zijn, of waarbij intuïtie of gewoonte het antwoord geeft op het vraagstuk.<sup>323</sup> Nadenken doet het resultaat dan alleen verslechteren. In spelletjes, veilingen en risicovolle keuzen is het meest voorkomende resultaat dat prestatiebeloning niet direct de prestatie beïnvloedt. Camerer en Hogarth (1999: 34) stellen in dit verband: “Tasks which are easy require little capital, so subjects can perform well with little motivation and paying extra will not help much.”

## 11.2 Het prestatiegericht belonen en beleggingsadvisering

Holmstrom en Milgrom (1987: 325-326) hebben aangetoond dat een lineair beloningsmodel optimaal is voor de realistische veronderstelling ten aanzien van het gedrag van *agents* en het type van informatie waarneembaar door *principals*. Starks (1987: 17-32) heeft deze benadering toegepast met behulp van een specifiek lineair beloningsmodel voor beleggingsadviseurs. Aangezien het zeer kostbaar is om een deskundige in te schakelen om op zijn beurt de adviseur te controleren, krijgt deze laatste geen prikkel om noodzakelijke informatie te verstrekken aan de particuliere belegger (Golec, 1992: 82). In toenemende mate wordt een adviseur niet direct beloond voor het verstrekte advies, maar vindt de beloning plaats door middel van het implementeren van de voorgestelde acties om te muteren in het advies.<sup>324</sup> Het feit dat een eenmaal verstrekt advies ook daadwerkelijk door dezelfde adviseur of in ieder geval instelling wordt uitgevoerd, is niet alleen in het belang van de instelling. Ook de cliënt profiteert hier-

323 Ervaring is een sterk complementair kenmerk voor zowel de *street-level bureaucrat* als de beleggingsadviseur. Dit kan echter vervallen in starheid als: ‘ik heb deze situatie al tien keer meegemaakt’. Hierdoor staat de functionaris niet of minder open voor vernieuwende inzichten. Deze starheid kent zijn oorsprong in de onzekerheid waarin in dit geval de beleggingsadviseur opereert. Ervaring leert hem situaties te herkennen en conform zijn ervaring te handelen. Daarbij kan hij dan binnen deze onzekere situatie de uitkomst redelijk nauwkeurig inschatten.

324 Dat dit bij consultants anders ligt, blijkt uit de definitie van een consultant van Block (1981: 20): “Consultants have no direct control over implementation. They become very dependent on line managers for producing results.”

van (Barendrecht, 1999: 1366). Juist de combinatie van het advies en de uitvoering maken de kosten dragelijk voor de cliënten. Doordat het advies 'gratis' gegeven wordt, zal het voor concurrentie die zich alleen wil richten op het geven van daadwerkelijk onafhankelijk advies, moeilijk worden deze markt te betreden. Indien een financiële instelling de kosten voor het vervaardigen van het advies (voor verkrijgen en verwerken van data, voor de vergelijking, personeelskosten etc.) separaat in rekening moet brengen, dan zouden deze ten opzichte van het mogelijke voordeel voor de cliënt in veel gevallen te hoog zijn.

Kunnen hier conclusies aan worden verbonden voor wat betreft de beleggingsadviseur? Indien een beleggingsadviseur (nagenoeg) direct beloond wordt voor de mutaties die zijn cliënten (laten) verrichten, zou het denkbaar zijn dat de beleggingsadviseur minder zorgvuldig adviseert. In de meeste gevallen is de particuliere belegger niet in staat om dit beleggingsadvies op deskundigheid te beoordelen en zal hij voor een groot gedeelte af moeten gaan op de kwaliteiten van de beleggingsadviseur. Gaat deze beleggingsadviseur adviseren op een basis, waarbij hijzelf direct financieel wordt bevoordeeld, dan zou het beoordelingsvermogen van de beleggingsadviseur kunnen verslappen.<sup>325</sup> Omwille van het behalen van performance, zijn beleggingsadviseurs bereid om hogere risico's te lopen met het kapitaal van hun particuliere beleggers (Allen, 2001: 1170). Te hoge koers-winstverhoudingen of koers-cashflowverhoudingen worden op deze wijze simpel uit het oog verloren. Presteren zij goed, dan verdienen zij een aantrekkelijk salaris. Is de performance onder de maat, dan kunnen zij in het uiterste geval hun baan verliezen. Juist doordat beleggingsadviseurs hoog worden beloond bij een hoge omzet en niet of nauwelijks worden gestraft indien de beleggingsrendementen teleurstellen, zullen de beleggingsadviseurs geen directe aanleiding hebben om cliënten risicovolle beleggingen te ontraden. Er zijn omstandigheden waarbij het wel of niet prestatiegericht belonen nauwelijks verschil maakt in noch de kwaliteit, noch de kwantiteit van de prestatie. Dit betreffen meestal situaties waarbij er wordt gehandeld op de financiële markten of situaties waarbij er onderhandeld wordt (Forsythe *et al.*, 1994: 349) of risicovolle keuzen gemaakt moeten worden. Alle situaties waarbij het moeizaam is om goed te presteren of het moeilijk is de prestatie te verbeteren. Daar de beleggingsadviseur zelf niet direct risico's loopt door de investeringen op de finan-

325 Vergelijk de uitkomsten van het onderzoek van Ecorys-NEI (2004: 24). In de conclusies is te lezen: "De aanwezige beloningsstructuur (hypotheek- en bonusprovisie, AL) herbergt perverse prikkels om consumenten niet altijd de meest geschikte hypotheekvorm en de beste hypotheekaanbieder te adviseren. De intransparantie van en onduidelijkheid over het aanbod van tussenpersonen versterkt de mogelijkheden om adviezen meer af te stemmen op de financiële voordelen van tussenpersonen dan op de situatie en wensen van de consument."

## IV Prestatie en professionalisme

ciële markten, maar dit namens zijn cliënten doet, is de risicofactor beperkt.<sup>326</sup> Het is zelfs te verdedigen dat de risicofactor voor hen uitermate gering is. Hoe de uiteindelijke investering ook economisch gezien uitpakt, de beleggingsadviseur ontvangt zijn vergoeding bij het aangaan van de transactie. Met deze kennis kan niet worden volgehouden dat het prestatiegericht belonen geen verschil maakt in de prestatie.

In 2002 heeft The Financial Services Authority (FSA) een onderzoek uitgevoerd onder financiële adviseurs. Vraag was hierbij in hoeverre de beloning bij de verkoop van financiële producten van invloed was op de wijze van adviseren. Dit onderzoek werd zowel uitgevoerd door een econometrische analyse als door *mystery shopping*.<sup>327</sup> Uit dit onderzoek blijkt dat in het Verenigd Koninkrijk het beloningsgericht adviseren vaker geschiedt bij onafhankelijke partijen dan bij partijen die gebonden zijn aan financiële instellingen (zie rapport FSA, 2002: 46). Voorts blijkt dat de adviesmarkt niet zwaar wordt aangetast door een *bias*. Ook is er geen *bias* ontdekt in de adviesmarkt voor beleggingsproducten (behoudens zogenaamde ‘distribution bonds’ en ‘with-profits bonds’). Bleek er echter wel sprake te zijn van een *bias*, dan werden de belangen van cliënten wél geschaad. Een onderzoek van the Bank Administration Institute (2000) onder commerciële medewerkers en managers bij financiële instellingen in de Verenigde Staten toont aan dat 75% van hen van mening is dat de verkoop- en prestatiedruk te hoog is. Er wordt door de deelnemers in meerderheid aangegeven dat er veel transacties gedaan worden die *niet* in het belang zijn van de particuliere belegger. Als verklaring voor hun gedrag voeren de commerciële medewerkers en managers aan dat de financiële instellingen grote sommen geld hebben geïnvesteerd in de ontwikkeling van nieuwe beleggingsproducten. Interne competitiestrijd wordt dan ook graag aangemoedigd teneinde zo hoog mogelijke verkoopresultaten te realiseren en dus een concrete bijdrage te doen aan aandeelhouderswaarde. Er kan dus worden gesteld dat een financiële instelling streeft naar een continue verbetering van de efficiëntie, met als doel een hogere toegevoegde waarde per medewerker. March en Shapira (1992: 172) stellen: “Managers appear to be more inclined to take risks with an organization’s resources than with their own.” Om deze reden kan er getwijfeld worden aan de

326 Mogelijk dat beleggingsadviseurs risicovollere beleggingen aangaan voor hun cliënten daar zij zelf geen direct financieel risico lopen. Vergelijk in dit verband de uitkomsten van het rapport van Ecorys-NEI (2004: 23). Hieruit blijkt dat consumenten die zijn geadviseerd door tussenpersonen, complexe hypotheekproducten (veelal met beleggingsconstructies) krijgen aangeboden. Terwijl consumenten die direct bij hypotheekaanbieders een hypothecaire geldleningen afsluiten, vaak voor de eenvoudige constructies kiezen.

327 Een *Mystery shopping*-onderzoek houdt in dat een *mystery shopper* (ook wel *mystery guest* genoemd) zich voordoet als een alledaagse klant en zodoende het gehele consumentenproces doorloopt.

individuele motieven van vermogensbeheerders en beleggingsadviseurs. Hun gedrag zou beïnvloed kunnen worden door eigen aspiraties en doelstellingen in plaats van het nastreven van maximaal nut voor de principal (zie ook Shapira, 1995: 107-108 over de motieven van een 'agent'). Daarbij wordt volgens Lakonishok, Shleifer en Vishny (1992: 355) door vermogensbeheerders getracht hun toegevoegde waarde aan te tonen door vaak te muteren om zo te tonen dat het vermogen wordt beheerd. Binnen de financiële instellingen wordt het realiseren van deze economische, toegevoegde waarde door de beleggingsadviseur ten behoeve van de verlies- en winstrekening van de financiële instelling, beschouwd als juist gedrag dat ook beloond wordt.

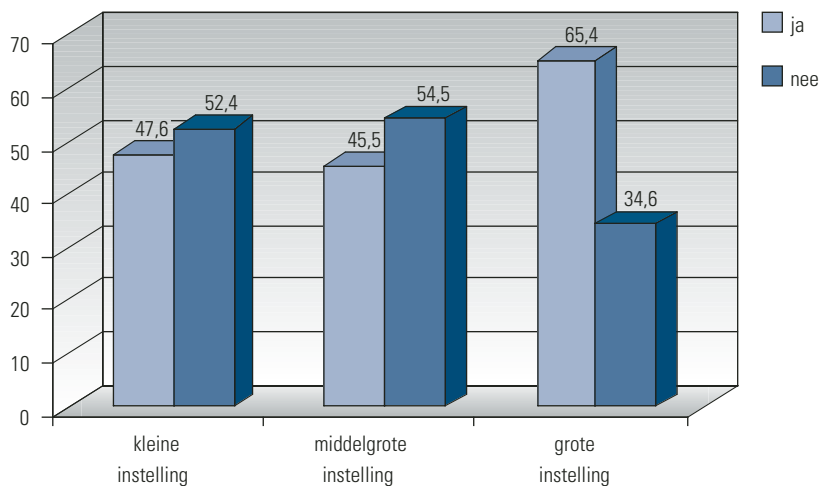
### 11.2.1 De beloningsstructuur en de prestatie-indicatoren binnen de beleggingsadvisering

Over de financiële wereld bestaat het beeld dat er astronomisch hoge bonussen betaald worden aan effectenspecialisten. Indien dit beeld over de beleggingsadviseur in Nederland bestaat, dan dient het te worden bijgesteld.<sup>328</sup> De beleggingsadviseurs zijn gevraagd of hun salaris een prestatiegerichte component kent. Bij de kleine en de middelgrote financiële instellingen blijkt dit in minder dan de helft van de gevallen zo te zijn (respectievelijk 47,6% en 45,5%). De grote financiële instellingen wijken hier significant vanaf. Van de beleggingsadviseurs die werken voor een grote financiële instelling, stelt 65,4% dat zij een prestatiegerichte beloning hebben.

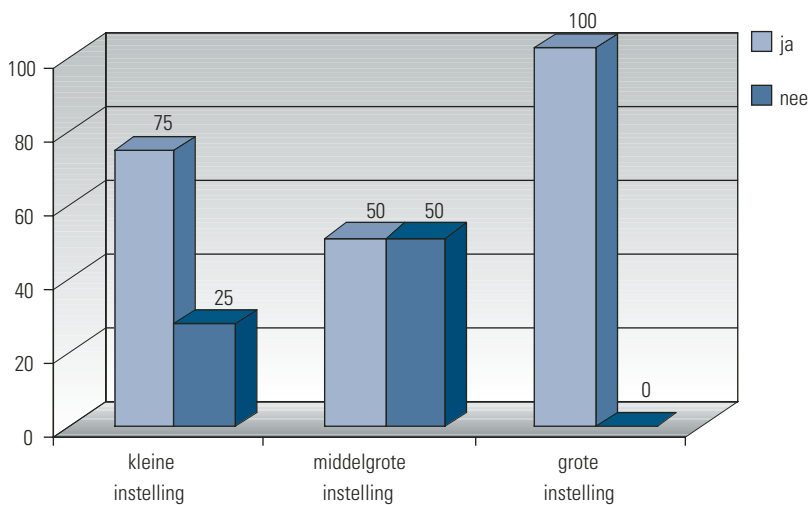
Opmerkelijk is dat er verschillen zijn geconstateerd zijn tussen de directieleden en de medewerkers. Wordt de directieleden gevraagd of hun beleggingsadviseurs een prestatieafhankelijke component in hun beloningsstructuur kennen, dan blijken de reacties te verschillen met de eerder vermelde antwoorden van de beleggingsadviseurs (vergelijk figuur 72 met figuur 73). Uit de reactie van de directieleden blijkt dat alle grote financiële instellingen met een prestatiegerichte beloning werken. De overige twee categorieën instellingen kennen een grotere verdeling.

<sup>328</sup> Uit de reacties van de beleggingsadviseurs blijkt dat de financiële component van het vak, goede perspectieven of de solide werkgever nauwelijks een rol spelen. Het belangrijkste motief voor de beleggingsadviseur blijkt zijn interesse in het beleggen te zijn. Van de beleggingsadviseurs geeft (65,6%) aan dat dit het belangrijkste motief is om beleggingsadviseur te worden. Ook het contact met cliënten was voor veel respondenten een reden om beleggingsadviseur te worden (31,1%).

## IV Prestatie en professionalisme

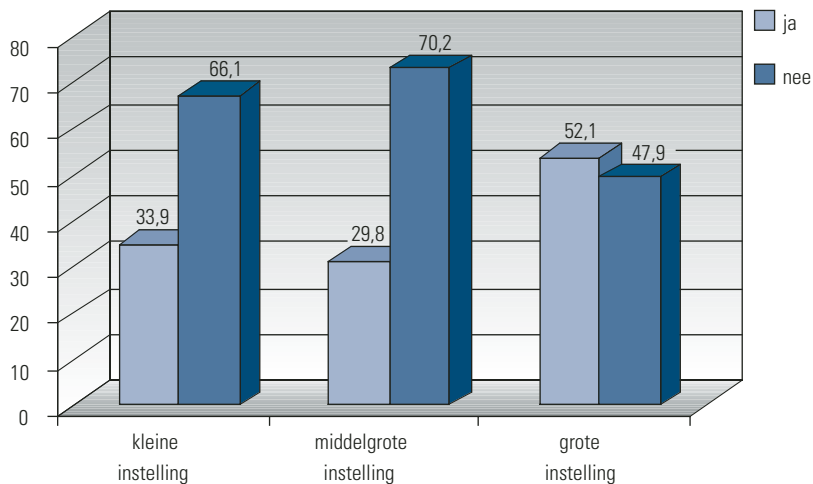


*Figuur 72: 'Kent uw salaris een prestatieafhankelijke component?' (volgens de beleggingsadviseurs, in %)*



*Figuur 73: 'Werken uw beleggingsadviseurs met prestatieafhankelijke beloning?' (volgens de directieleden, in %)*

Het begrip 'prestatie' wordt bij de diverse financiële instellingen verschillend geformuleerd. Zo blijkt deze afhankelijk te zijn van het nieuw geacquireerde vermogen, het aantal klachten, de behaalde transactieprovisie op het cliëntenbestand etc. Bij geen enkele financiële instelling is de beleggingsadviseur voor zijn inkomen volledig direct afhankelijk van de realisatie van de tussen hem en zijn werkgever overeengekomen doelstellingen. Hiermee is nog niet duidelijk waaruit een 'prestatie' bestaat. Wordt een prestatie bijvoorbeeld gevormd door de behaalde provisie op de cliënten? Ook hier is een statistisch significant verschil waarneembaar tussen de antwoorden van de beleggingsadviseurs van de grote financiële instellingen en die van de overige twee categorieën instellingen. Bij de grote instellingen stelt 52,1% dat hun prestaties (mede) beoordeeld worden op basis van de behaalde provisie op cliënten. Bij de kleine of middelgrote instellingen is dit aanzienlijk minder vaak het geval (respectievelijk 33,9% en 29,8%).



*Figuur 74: 'Is deze component mede afhankelijk van de behaalde provisie op uw cliënten?' (volgens de beleggingsadviseurs, in %)*

In een vervolgvraag is dieper ingegaan op de aard van de prestatie die tegenover de beloning staat. De volgende zes prestatie-indicatoren zijn aan de directieleden voorgelegd: individuele omzet, groepsomzet, klanttevredenheid, beleggingsresultaten cliënten, aantal ingediende klachten en het voldoen aan de wettelijke eisen van de zorgplicht. Bij de grote instellingen blijkt de omzet zowel op individuele als op groepsbasis in grote mate bepalend voor de hoogte van de beloning van de beleggingsadviseur. De beleggingsresultaten van de cliënten

## IV Prestatie en professionalisme

spelen bij de kleine en de middelgrote instellingen een beperkte rol, bij de betrokken grote financiële instellingen in het geheel niet. Klanttevredenheid wordt alleen meegenomen bij een gering aantal kleine instellingen en bij de helft van de middelgrote instellingen. De grote instellingen nemen dit niet mee als prestatie-indicator. Een ander beeld laat de indicator 'aantal ingediende klachten' zien. Hier ziet men dat slechts een klein gedeelte van de kleinere en middelgrote instellingen dit mee laat wegen in de beoordeling van de prestatie, terwijl grote instellingen dit vaker gebruiken. Het voldoen aan de wettelijke eisen van de zorgplicht wordt niet vaak genoemd door de directieleden.

	Individuele omzet	Groepsomzet	Klanttevredenheid	Beleggingsresultaten cliënten	Aantal ingediende klachten	Voldoen aan wettelijke eisen zorgplicht
<b>Kleine instellingen</b>	47,1	52,9	23,5	23,5	17,6	11,8
<b>Middelgrote instellingen</b>	50,0	50,0	50,0	25,0	25,0	25,0
<b>Grote instellingen</b>	66,7	100,0	0	0	66,7	33,3
<b>Gemiddelde</b>	<b>48,0</b>	<b>56,0</b>	<b>24,0</b>	<b>20,0</b>	<b>24,0</b>	<b>16,0</b>

*Tabel 15: Prestatie-indicatoren waarvan de beloning van de beleggingsadviseur direct afhankelijk is (volgens de directieleden, in %)*

Door met name te sturen op de financiële resultaten voor de instelling, worden de beleggingsadviseurs niet beloond om als advocaat van de particuliere belegger op te treden. Behalen van omzet wordt beloond met de *carrot*, het verzuimen van de zorgplicht met de *stick*. Verantwoordelijkheid wordt op die grond in beperkte mate beloond.<sup>329</sup> Zo wordt het voldoen aan de eisen van de zorgplicht in weinig gevallen direct beloond door een financiële instelling en eerder gezien als een dissatisfier. De resultaten van de inspanningen om deze doelstellingen te behalen worden periodiek geëvalueerd tussen de werkgever en werknemer. In alle gevallen was een onderdeel van de overeengekomen tegenprestatie het behalen van economische doelstellingen door muteren binnen de effectenportefeuilles van cliënten. In alle onderzochte gevallen betalen cliënten per gedane transactie. Worden er geen transacties doorgevoerd binnen de portefeuille van een cliënt, dan is er voor de financiële instelling slechts sprake van beperkte economische meerwaarde, hetgeen zich beperkt tot het jaarlijkse bewaarloon. Voor de

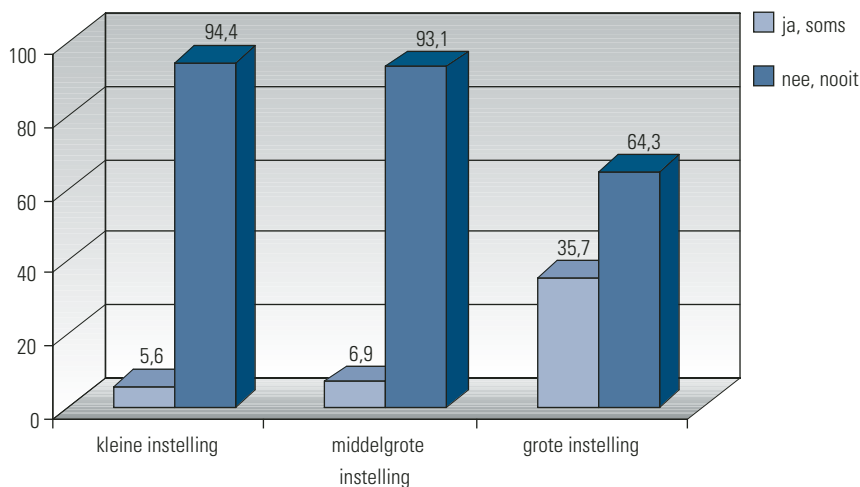
<sup>329</sup> Zie over het sturen van een onderneming op kortetermijn doelstellingen Lammers, Mijs, van Noort (2000: 457) die stellen: "Het aan de macht komen van financiële experts zal tot gevolg hebben dat de onderneming alleen nog maar op basis van de financiële logica wordt gestuurd en dat bij de verdere diversificering niet meer op het synergetische effect van de combinatie van productmarkten wordt gelet, maar slechts naar het kortetermijnrendement en de beurswaarde van de afzonderlijke concernonderdelen wordt gekeken."



directe inkomsten is het voor de financiële instelling derhalve noodzakelijk een dusdanig aantal transacties door te voeren waardoor de interne rendementseisen welke iedere onderzochte financiële instelling kent, worden behaald (zie § 4.3). In die gevallen dat de beleggingsadviseur voor zijn bonus mede afhankelijk is van de behaalde economische resultaten (wat betreft transactieprovisie) op zijn cliënten, is het eveneens in zijn belang voldoende transacties door te voeren binnen de portefeuilles van zijn cliënten.

### 11.2.2 De invloed van het prestatiegericht belonen op het beleggingsadvies volgens de beleggingsadviseurs

In de wetenschap dat er in het Verenigd Koninkrijk<sup>330</sup> weinig negatief effect is gemeten bij het prestatiegericht belonen van financieel adviseurs, is bezien of vergelijkbare resultaten onder de Nederlandse beleggingsadviseur zijn te meten. Allereerst is gevraagd aan die beleggingsadviseurs die aangeven dat hun beloning mede afhankelijk is van de prestatie, of deze wijze van belonen volgens hen ook de wijze van adviseren beïnvloed. Een overgrote meerderheid (82,4%) van de beleggingsadviseurs stelt dat dit niet het geval is. Er is echter tussen de categorieën beleggingsadviseurs een significant verschil waargenomen. Van de beleg-



*Figuur 75: 'Beïnvloedt deze prestatiegerichte beloning de wijze waarop u adviseert?' (volgens beleggingsadviseurs, in %)*

<sup>330</sup> Zie rapport van The Financial Services Authority (2002), Polarisation: research into the effect of commission based remuneration on advice.

## IV Prestatie en professionalisme

gingsadviseurs die voor een grote instelling werken, zegt 35,7% dat de prestatie-gerichte beloning wél hun wijze van adviseren beïnvloedt, tegenover 5,6% die voor een kleine instelling werken en 6,9% die voor een middelgrote instelling werken (zie figuur 75).<sup>331</sup>

Door middel van een open vraag is gevraagd hoe de prestatiegerichte beloning de advisering van de beleggingsadviseur beïnvloedt. De antwoorden van de beleggingsadviseurs<sup>332</sup> zijn grofweg in drie categorieën onder te verdelen:

- nadruk op het moeten plaatsen van nieuwe producten (emissies);
- nadruk op het moeten verkopen van producten met een hoge marge;
- opmerkingen over de wijze van adviseren in zijn algemeenheid.

#### **Nadruk op het moeten plaatsen van nieuwe producten (emissies)**

Bij het moeten plaatsen van producten uit een emissie wordt opgemerkt dat dit vaak prioriteit krijgt binnen de effectendienstverlening.<sup>333</sup> Drie beleggingsadviseurs reageren als volgt: “De tijdsgebonden introducties krijgen naar mijn mening bovenmatig veel aandacht” en “Emissies plaatsen is gewoon prioriteit” en “Er wordt meer druk gelegd op het plaatsen van nieuwe fondsen.” Een andere beleggingsadviseur maakt een opmerking over de frequentie van de contacten met zijn cliënten: “De doelstellingen voor emissies zorgen ervoor dat de frequentie van contacten hoger is dan ik vanuit mijzelf zou doen.” Een beleggingsadviseur maakt een opmerking over zijn wijze van adviseren: “Vooral met emissies zorgen de doelstellingen ervoor dat ik wel eens afwijk van datgene wat ik normaal zou adviseren.” Daartegenover is er een beleggingsadviseur die nuchter stelt: “Als het past bij de klant dan ben ik bereid om een emissie te adviseren, anders niet.”

#### **Nadruk op het moeten verkopen van producten met een hoge marge**

Het is goed mogelijk dat onder de categorie ‘het moeten verkopen van producten’ eveneens producten uit een emissie moeten worden geschaard. Dit is echter niet expliciet aangegeven door de respondent. Zes maal wordt het moeten ver-

331 Zie ook pagina 10 van het rapport ‘Voortdurende Zorgplicht. Generieke rapportage van het onderzoek naar Zorgplicht bij ontwikkeling en verkoop van producten’ van de AFM (2005). Hier is te lezen dat het spanningsveld tussen commercie en het voldoen aan de zorgplicht bij één of meer instellingen in de praktijk gevoeld wordt door adviseurs.

332 Hierbij dient te worden opgemerkt dat alle antwoorden op de eerste twee categorieën (emissies en producten met een hoge marge) van beleggingsadviseurs komen die bij een grote financiële instelling werken. Dit is te verklaren, omdat dit vaak de instellingen zijn die een eigen emissiebedrijf hebben.

333 Uit het eerder genoemde onderzoek van The Financial Authority Services (2002) is gebleken dat er bij financieel adviseurs in het Verenigd Koninkrijk een significante *bias* is waargenomen bij het adviseren van producten met een eenmalige beloningsstructuur. Deze resultaten lijken in overeenstemming met de reacties van de beleggingsadviseurs dat financiële producten uit emissie of de eigen beleggingsproducten moeten worden geadviseerd. Veelal wordt hier bij verkoop direct een (interne) hoge *kickback* op vergoed.

kopen van beleggingsproducten met een hoge marge genoemd.<sup>334</sup> Daarnaast worden de volgende opmerkingen gemaakt: “Ik moet de juiste klant bij een product waar de bank veel op verdient, zoeken en niet het product dat goed past bij de klant” en “Meer gericht op producten die in de economische doelstellingen zitten” en “Neiging tot verkoop producten met hogere provisieopbrengst” en “Een beleggingsproduct met een hogere remuneratie geniet de voorkeur boven een met lage remuneratie, maar uitsluitend indien ze passen in persoonlijke situatie van de cliënten en de producten goed vergelijkbaar zijn” en “Advisering van de meest provisiegenererende producten” en “We zijn erg provisiegericht.” Een beleggingsadviseur stelt dat er de voorkeur aan wordt gegeven om de huisfondsen te verkopen. Daarnaast is er een beleggingsadviseur die stelt dat zijn werkgever de focus meer legt op de eigen beleggingsproducten, dan op sparen. En een ander stelt dat het actief verkopen van beleggingsproducten in het belang van de belegger is.

### Opmerkingen over de wijze van adviseren in zijn algemeenheid

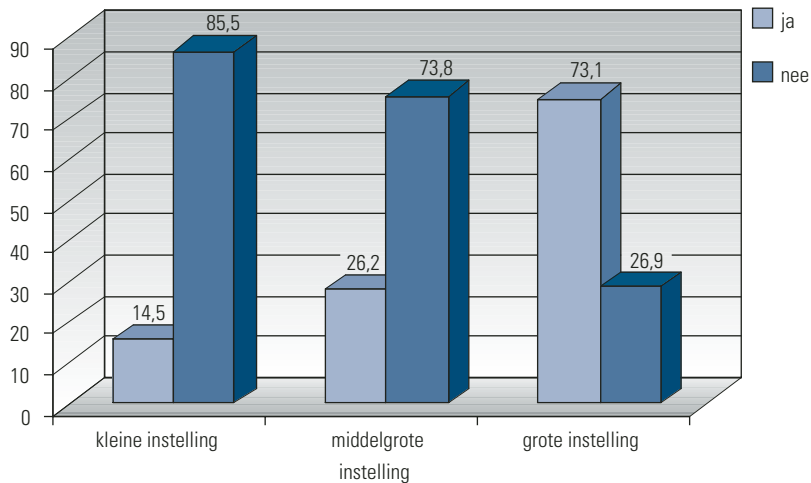
Tot slot worden er opmerkingen gemaakt over de wijze van adviseren in het algemeen: “In een grijs gebied staat het bankbelang voorop”, “Targets maken dat je wat ‘ruimer’ adviseert”, “Kan niet onafhankelijk adviseren”, “Soms sturing naar wel een goed advies, maar niet het beste advies.” “Er liggen zware targets, dus is er een bepaalde invloed. Handel echter zoveel mogelijk onafhankelijk” en “Je wordt meer bevooroordeeld, moeilijker onafhankelijk te blijven”, “Soms productgericht in plaats van primair cliëntgericht.” Een beleggingsadviseur stelt: “Lange termijn visie prevaleert, maar soms hapsnap werk.”

Voorts kregen alle beleggingsadviseurs de volgende stelling voorgelegd: ‘De economische doelstellingen, die mij door mijn werkgever zijn opgelegd, spelen een rol bij mijn wijze van adviseren’ (zie figuur 76). De reacties op deze stelling leveren interessante resultaten op die significante verschillen tussen de drie categorieën vertonen. Zo blijken de beleggingsadviseurs van de kleine en de middelgrote financiële instellingen significant vaker van mening te zijn dat de opgelegde economische doelstellingen *geen* rol spelen bij hun wijze van adviseren (resp. 85,5% en 73,8%), ten opzichte van de beleggingsadviseurs die bij een grote instelling werken (26,9%). Daarentegen stellen deze laatste beleggingsadviseurs significant vaker dat de opgelegde economische doelstellingen *wel* een rol spelen bij het adviseren (73,1%). Er is voorts een significant verschil vastgesteld tussen de beleggingsadvi-

<sup>334</sup> Vergelijk het onderzoek van Ecorys-NEI (2004: 16) dat is uitgevoerd in opdracht van het Ministerie van Financiën onder tussenpersonen die hypothecaire geldleningen verkopen. Uit dit onderzoek blijkt dat er bij tussenpersonen sprake is van enige productbias in de advisering ten faveure van de producten met hogere provisies.

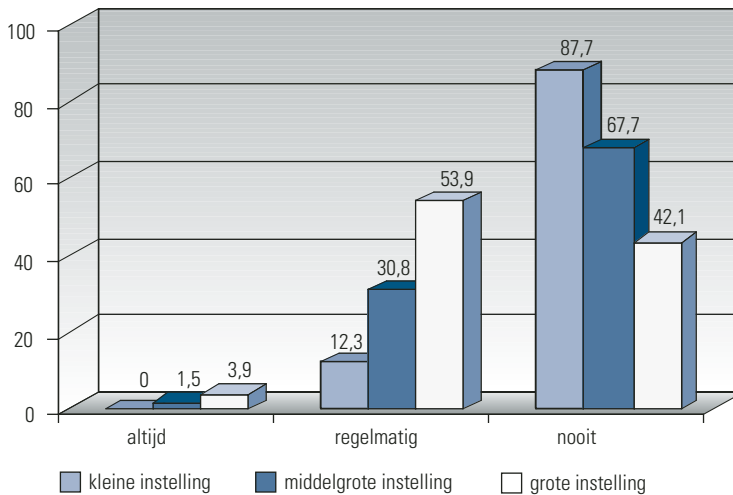
## IV Prestatie en professionalisme

seurs die in de randstad werken en beleggingsadviseurs die buiten de randstad werken. Van de eerste groep zegt 70,6% dat de economische doelstellingen die door de werkgever zijn opgelegd, *geen* rol spelen in de wijze van adviseren. Dit tegen 42% van de beleggingsadviseurs die buiten de randstad werken.



*Figuur 76: 'De economische doelstellingen die mij door mijn werkgever zijn opgelegd, spelen een rol bij mijn wijze van adviseren' (volgens de beleggingsadviseurs, in %)*

Met deze stelling is nog niet duidelijk gemaakt of de te behalen provisie een rol speelt bij het gegeven advies. Vandaar de vraag: 'Hoe vaak speelt de te behalen provisie een rol bij het gegeven advies?' Net als bij de vorige vraag zijn de onderlinge verschillen significant. Weliswaar geeft geen van de beleggingsadviseurs aan dat de te behalen provisie *altijd* een rol speelt bij het gegeven advies, maar de beleggingsadviseurs bij een grote instelling geven significant vaker (53,9%) dan de overige beleggingsadviseurs (12,3% bij een kleine instelling en 30,8% bij een middelgrote instelling) aan dat de te behalen provisie *regelmatig* een rol speelt bij het advies. Eveneens significant is het verschil tussen de beleggingsadviseurs van de kleine instellingen versus de middelgrote instellingen. Zo stelt 87,7% van de beleggingsadviseurs van de kleine instellingen dat de te behalen provisie *nooit* een rol speelt bij het te geven advies, tegen 67,7% van de beleggingsadviseurs van de middelgrote instellingen. Het percentage van 42,1% van de beleggingsadviseurs van de grote instellingen, die stellen dat de te behalen provisie nooit een rol speelt bij het advies, is eveneens significant lager dan dat van de adviseurs van de middelgrote instellingen (zie figuur 77).



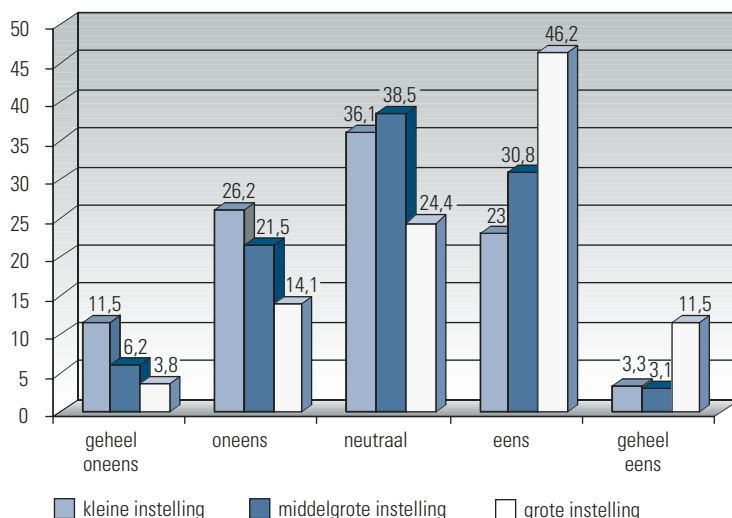
*Figuur 77: 'Hoe vaak speelt de te behalen provisie een rol bij het gegeven advies?' (volgens de beleggingsadviseurs, in %)*

Dat de beleggingsadviseurs van de grote instellingen aangeven dat de te behalen provisie regelmatig een rol speelt bij het te geven advies, vergroot enerzijds de kans dat er in strijd met artikel 25 en 29 lid 1 Nadere Regeling gedragstoezicht effectenverkeer 2002<sup>335</sup> wordt gehandeld. Zeker indien deze resultaten worden afgezet tegen de resultaten op de volgende stelling: 'Het wordt steeds moeilijker om mijn financiële target te behalen' (zie figuur 78). Het blijkt voor de beleggingsadviseurs van de grote financiële instellingen daadwerkelijk steeds moeilijker te zijn om de financiële targets te behalen. Zo is 46,2% van de beleggingsadviseurs van de grote instellingen het eens met deze stelling en 11,5% van dezelfde categorie is het geheel eens. Beide percentages zijn significant hoger dan die van de beleggingsadviseurs van de andere twee categorieën instellingen.

Toch blijken de beleggingsadviseurs nog achter hun adviezen te staan. Slechts 2,9% van de beleggingsadviseurs staat regelmatig niet achter zijn eigen adviezen. Kan hieruit worden geconcludeerd dat de beleggingsadviseur alleen beleggingen adviseert waar hij volledig achter staat? Dit is niet geheel het geval. Als wordt

<sup>335</sup> De letterlijke tekst van artikel 29 lid 1 luidt: "Een effectenininstelling onthoudt zich van het uitvoeren van transacties voor rekening van cliënten met een zodanige frequentie of van een zodanige omvang dat dit gezien de omstandigheden kennelijk slechts strekt tot bevoordeling van de effectenininstelling, tenzij sprake is van transacties waarvoor de cliënt op eigen initiatief uitdrukkelijk opdracht heeft gegeven." Lid 2: "De effectenininstelling onthoudt zich van het in rekening brengen van onevenredig hoge commissies of andere vergoedingen."

## IV Prestatie en professionalisme



*Figuur 78: 'Het wordt steeds moeilijker om mijn financiële target te behalen' (volgens de beleggingsadviseurs, in %)*

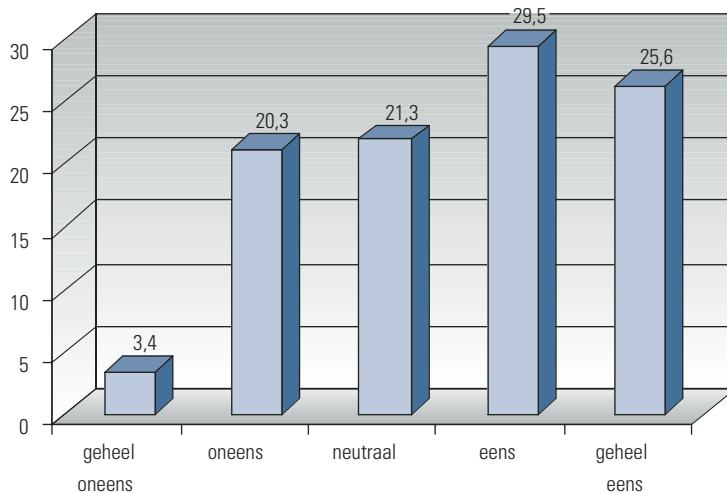
gevraagd of de beleggingsadviseur alleen beleggingen adviseert waar hij volledig achterstaat, dan blijkt dit in gemiddeld 77% van de gevallen zo te zijn. De overige 23% zegt dat dit niet geheel het geval is. Klaarblijkelijk staan beleggingsadviseurs wel achter hun adviezen, maar lang niet altijd voor de volle 100%.

Ervaart de beleggingsadviseur een strijdigheid tussen zijn particuliere of zakelijke belang(en) en de belangen van zijn cliënten?<sup>336</sup> Uit de antwoorden blijkt dat een beperkt percentage beleggingsadviseurs een conflict in de belangen ervaart.<sup>337</sup> Van het totaal aantal beleggingsadviseurs is 23,7% van mening dat zijn eigen belang (wel eens) strijdig is met dat van zijn cliënten. Terwijl 55,1% stelt dat zijn belangen nooit strijdig zijn met die van zijn cliënten. Met andere woorden: alle handelingen die hij verricht, dienen in ieder geval de belangen van zowel de cliënten als van hemzelf.<sup>338</sup> Deze laatste mening is redelijk consistent verdeeld onder de categorieën beleggingsadviseurs (zie figuur 79).

<sup>336</sup> Wilensky (1964: 147) stelt dat met name commerciële beroepsgroepen als onroerend goedmakelaars, reclamebureaus en banken het eigen belang vaak boven de belangen van de cliënt stellen.

<sup>337</sup> Hierover stelt het rapport Commissie Modernisering Beleggingsinstellingen (december 2004) op pagina 42: "De kern van het probleem is de relatie tussen de beheerder die zijn eigen belangen nastreeft en de beleggers in wiens belang de beleggingsinstelling door de beheerder wordt beheerd."

<sup>338</sup> Of dit zakelijk of particuliere belangen zijn is niet nader onderzocht.



*Figuur 79: 'Mijn eigen belang is nooit strijdig met dat van mijn cliënten' (volgens de beleggingsadviseurs, in %)*

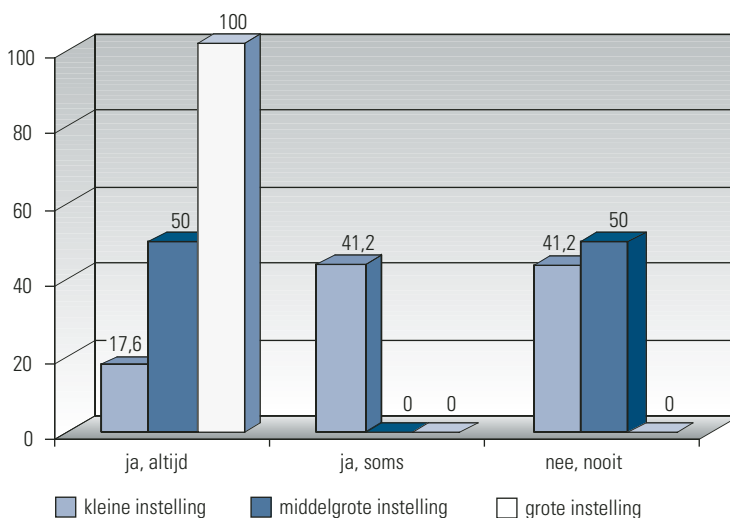
Een ander beeld ontstaat zodra wordt gevraagd of de belangen van de werkgever strijdig zijn met die van de cliënten. De beleggingsadviseurs die werkzaam zijn bij een kleine instelling, blijken consistent. Noch de belangen van henzelf, noch de belangen van de werkgever zijn in conflict met die van de cliënten. Hierin wijken de beleggingsadviseurs van de kleine instellingen significant af van de overige twee categorieën beleggingsadviseurs. In cijfers uitgedrukt: 42,2% van de beleggingsadviseurs werkzaam bij een kleine instelling is van mening dat het belang van de werkgever nooit in strijd is met dat van de cliënten, tegenover 18,5% bij een middelgrote instelling en 10,4% bij een grote instelling. Hieruit kan worden afgeleid dat de beleggingsadviseurs van de middelgrote instellingen en zeker die van de grote instellingen van mening zijn dat de belangen van de werkgever geregeld conflicteren met die van de cliënt. Daar deze mening beperkt consistent is met de mening over hun eigen rol, zou kunnen worden verondersteld dat de beleggingsadviseurs zich geregeld zien als een 'bewaker van de belangen van de particuliere belegger'.

### 11.2.3 De invloed van het prestatiegericht belonen op het beleggingsadvies volgens de directieleden

Evenals aan de beleggingsadviseurs is aan de directieleden gevraagd in hoeverre zij van mening zijn dat de wijze waarop de beleggingsadviseurs beloond worden, de wijze waarop de beleggingsadviseurs adviseren beïnvloedt. Er zijn tussen de

## IV Prestatie en professionalisme

verschillende instellingen opmerkelijke verschillen waargenomen. De directieleden die namens de grote financiële instellingen spreken, stellen zonder uitzondering dat de wijze waarop zij belonen (op basis van individuele omzet, groepsomzet en ingediende klachten) van invloed is op de wijze waarop hun adviseurs adviseren.<sup>339</sup> Aangezien geen enkel directielid van een grote financiële instelling van mening is dat de beleggingsresultaten op de portefeuille van de cliënten of de klanttevredenheid van belang is voor het prestatieafhankelijke component in de beloning, kan worden verondersteld dat het belonen op de individuele en de groepsomzet dé factoren zijn die de wijze van belonen beïnvloeden. Dit kan overigens zeker niet over alle middelgrote en kleine financiële instellingen gesteld worden. Grafisch zijn de resultaten in figuur 80 weergegeven.



*Figuur 80: 'Beïnvloedt de wijze waarop u beloont, de wijze waarop de beleggingsadviseur adviseert?' (volgens de directieleden, in %)*

Er is vervolgens gevraagd aan de directieleden waarom hun wijze van belonen wel of niet de advieswijze van de beleggingsadviseur beïnvloedt. De motivering is opmerkelijk. Met name omdat er bijvoorbeeld door diverse directieleden wordt aangegeven dat hun wijze van prestatiegericht belonen de mogelijkheid van *churning* in de hand lijkt te werken. Enkele reacties van de directieleden van

<sup>339</sup> Vergelijk in dit verband het rapport Commissie Modernisering Beleggingsinstellingen, december 2004, waarin op pagina 31 wordt gesteld: "Een *performance fee* kan er toe leiden dat een beheerder onnodig grote risico's neemt in de hoop de *performance* van de beleggingsinstelling en daarmee zijn eigen beloning te verhogen."



kleine financiële instellingen: “Je loopt de kans met individueel belonen dat de individuele prestatie prevaleert boven de groepsgedachte. Soms kan dit leiden tot teveel handelen bij ‘gemakkelijke’ klanten.”<sup>340</sup> Een collega-directeur van een kleine instelling stelt: “Het individueel belonen werkt *churning* in de hand. Dit heb ik ook in het verleden gezien. Indien er nu boven de 3% provisie op een portefeuille wordt behaald dan zal de beleggingsadviseur hierop aangesproken worden.” En twee andere directieleden: “De adviseur handelt nogal eens in eigen belang. De directie controleert wel de transacties. Eens per maand doen wij dat in een totaaloverzicht.” De andere directeur: “Het prestatiegerichte belonen speelt zeker een rol bij de advisering. Zijn houding wordt actiever en *churning* komt voor.” Een voorzitter van de raad van bestuur van een middelgrote financiële instelling is duidelijk over zijn prestatiegericht beloningsbeleid: “Wij zijn erg financieel en bonusgeoriënteerd. Wat haal ik op per jaar?” Een directeur van eveneens een middelgrote instelling is van mening dat zijn methodiek van prestatiegericht belonen weinig schade kan berokkenen. Hij legt uit: “Kijk, het aantal klachten kan de hoogte van de bonus beïnvloeden. Er is dus geen kans op *churning*...” Ook de directieleden van de grote financiële instellingen hebben zo hun redenen om te geloven in het prestatiegericht belonen: “Ons bonusbeleid geeft het management de mogelijkheid duidelijker op acties te sturen. Zo kan de actie zijn om cliënten van beleggingsadvies naar vermogensbeheer te sturen door onze mensen hierop te belonen.” Een ander directielid van een grote financiële instelling gelooft heilig in prestatiegericht belonen en stelt: “Beloning is omzet en omzet is beloning.”

Die financiële instellingen die ervoor gekozen hebben om niet prestatiegericht te belonen, hebben hiervoor ook hun motieven. Een directeur van een kleine financiële instelling bepleit dat het niet-prestatiegericht belonen zo zijn voordelen heeft: “Mijn mensen blijven gemotiveerd. Ze hebben alleen vaste salarissen, wat zorgt voor weinig arbeidsmobiliteit.” Een andere directeur-eigenaar van een kleine instelling heeft een andere visie: “De drang naar geld is bij het huidige beursklimaat beperkt, maar in het verleden (toen er nog een prestatiegerichte beloning werd toegepast, AL) kwam *churning* zeker voor.” Een lid van de directie van een middelgrote financiële instelling klaagt over zijn beloningsbeleid: “Onze mensen hebben helaas geen *incentive* om meer met klanten te bellen door ons beleid (een vaste, prestatie-onafhankelijke beloning, AL) en dat is jammer.”

340 Hiermee refereert het directielid aan cliënten die verbaal minder weerbaar zijn.

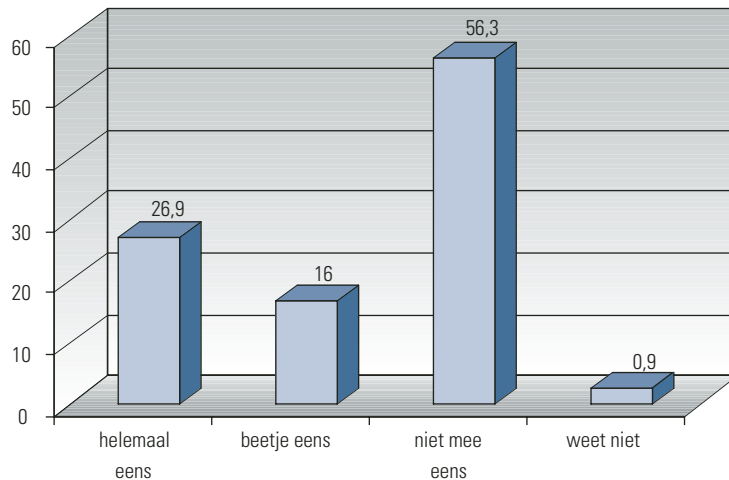
Wordt met behulp van het voorleggen van een stelling direct een negatief verband gelegd tussen de commerciële belangen van de financiële instelling en het kunnen voldoen aan de eisen van de zorgplicht, dan worden de reacties fel.<sup>341</sup> De volgende stelling wordt tijdens het interview voorgelegd: ‘Een beleggingsadviseur is een adviserend verkoper en kan nooit aan de eisen van zorgplicht voldoen omdat zijn diensten worden betaald uit transactieopbrengsten’. Slechts enkele directieleden delen deze mening in meer of mindere mate. Zeventien van de vierentwintig directieleden zijn het (volstrekt) oneens met deze stelling. Zo stelt een directeur van een kleine financiële instelling: “Deze stelling is onjuist! Vooraf worden met een profiel de doelstellingen vastgelegd. De klant is op de hoogte van de kosten die redelijkerwijs gemaakt worden en de diensten kosten nu eenmaal geld.” Een andere directeur van een kleine instelling is het echter gedeeltelijk eens met deze stelling: “Natuurlijk is het wiens brood men eet, wiens woord men spreekt. Hierdoor loop je de kans dat men denkt: de klant weet het toch niet dus laten we dit maar aanbieden.” Van de middelgrote en de grote instellingen zijn de directieleden het unaniem niet eens met de stelling. Een lid van de raad van bestuur van een middelgrote financiële instelling reageert wat geprikkeld: “Onzin, de betaling van mensen staat niet tot de zorgplicht. Er is altijd wel ergens een betaling en de klant betaalt het uiteindelijk.” Een directeur van een grote financiële instelling herkent zich wel in de stelling, maar meent de oplossing gevonden te hebben. Hij reageert als volgt: “De stelling geldt niet in zijn algemeenheid. Als de beleggingsadviseur het alleen van de transactieopbrengst moet hebben, dan zou dit wel het geval zijn. Maar door de verbreding van de diensten is dit geen probleem.” Enkele directieleden van kleine instellingen kunnen zich, zoals gezegd, direct of indirect vinden in de stelling. De reacties variëren van: “Dit is niet voor mij van toepassing, maar wel op de branche in zijn geheel” en “Eens, er wordt vaak door ‘rood gereden’” tot “De combinatie zorgplicht en financiële belangen zorgt inderdaad voor een gespletenheid.”

#### 11.2.4 De particuliere belegger en het prestatiegericht belonen

Heeft de particuliere belegger een mening over de wijze waarop de beleggingsadviseur wordt beloond? Hoe belangrijk is onafhankelijkheid in het beleggingsadvies voor hem? Indien de particuliere beleggers daadwerkelijk onafhankelijk advies zouden kunnen krijgen, blijkt een meerderheid van de beleggers (56,3%) toch niet bereid te zijn hiervoor apart te betalen (bijvoorbeeld in de vorm van

<sup>341</sup> Hetgeen overigens opmerkelijk is gezien de reacties van de directieleden op de stelling: ‘Het belang van de financiële instelling is nooit strijdig met dat van mijn cliënten’. Hier geeft 62,5% van de directieleden aan dat dit niet het geval is. Met andere woorden: er is wel strijdigheid tussen de belangen van de instelling en de belangen van de cliënt.

een uurtarief of adviesvergoeding). Uitzondering hierop vormt een deel van de particuliere beleggers die een grote effectenportefeuille ( $\geq \text{€ } 100.000$ ) bezitten. Hier stelt 34,1% dat zij wel bereid zouden zijn om hiervoor te betalen. Dit is een significant verschil ten opzichte van de beleggers met een kleiner belegbaar vermogen tussen  $\text{€ } 10.000$  -  $\text{€ } 50.000$ . Van deze laatstgenoemde groep is 23,9% bereid apart voor een onafhankelijk beleggingsadvies te betalen. Speculatieve beleggers zijn significant vaker niet bereid om apart te betalen voor een onafhankelijk beleggingsadvies (70%) ten opzichte van de gemiddeld speculatieve beleggers (54,6%) en de defensieve beleggers (53,8%). De particuliere beleggers die via één specifieke (groot)bank beleggen (36,7%), zijn ten opzichte van de beleggers die via drie andere banken beleggen (22%, 20,9% en 22,8%), wel bereid om apart te betalen voor een onafhankelijk beleggingsadvies (zie figuur 81).



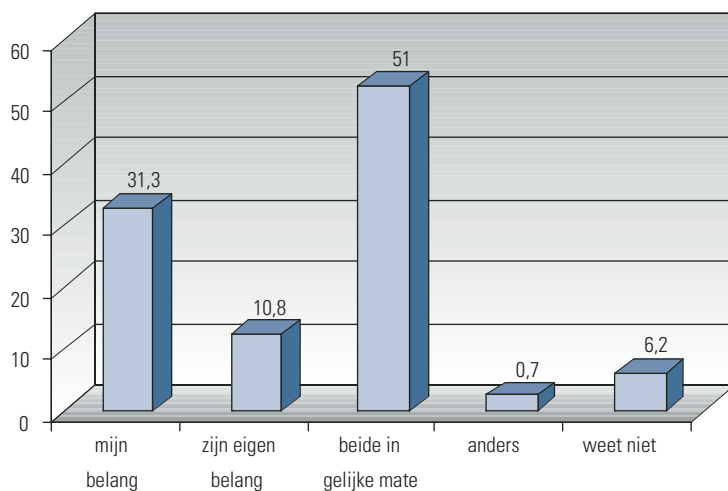
*Figuur 81: 'Ik ben bereid om voor een onafhankelijk beleggingsadvies te betalen' (volgens de particuliere beleggers, n=855, in %)*

Hoe denken de particuliere beleggers over de huidige (transactie)afhankelijke betaling voor de diensten van de beleggingsadviseur? Hiertoe is de particuliere belegger de volgende stelling voorgelegd: 'Doordat een beleggingsadviseur wordt betaald om zoveel mogelijk transacties te genereren, kan hij nooit mijn belangen dienen'. Van de particuliere beleggers deelt 15,3% deze mening volledig, 33,2% deelt deze enigszins en 49,8% in het geheel niet. Het zijn hier met name de particuliere beleggers met een effectenportefeuille tot  $\text{€ } 10.000$  die deze mening niet delen (59,4%), hetgeen significant verschilt met de particuliere beleggers met een grote effectenportefeuille  $\geq \text{€ } 100.000$  (39,3%). Daarnaast is er een significant verschil geconsta-

## IV Prestatie en professionalisme

teerd tussen de banken van de particuliere beleggers. De particuliere beleggers die via twee banken beleggen, zijn van mening dat hun beleggingsadviseur met name de belangen van de financiële instelling nastreeft (22,4% en 21,4%), ten opzichte van hen die via twee concurrentbanken beleggen (7,8% en 8,3%).

De stelling dat de particuliere belegger van mening is dat de beleggingsadviseur zich voornamelijk laat leiden door zijn eigen belangen, kan op basis van de uitkomsten van dit onderzoek weerlegd worden (zie figuur 82). Zo is 31,3% van de respondenten van mening dat de beleggingsadviseur zich laat leiden door de belangen van de particuliere belegger.<sup>342</sup> Terwijl 51% van mening is dat beide belangen (de belangen van zowel de particuliere belegger als de beleggingsadviseur) worden behartigd. Slechts 10,8% is van mening dat de beleggingsadviseur zich laat leiden door zijn eigen belangen of die van de financiële instelling. Voorts kan worden gesteld dat van de laagopgeleide beleggers 50% van mening is dat zijn belangen voorop staan bij het handelen van de beleggingsadviseur. Terwijl slechts 26,5% van de hoogopgeleide particuliere beleggers deze mening deelt. De hoogopgeleiden zijn in meerderheid van mening dat beide belangen in gelijke mate gediend worden (54,5%). Echter, de onderlinge verschillen zijn niet significant.



*Figuur 82: 'Laat uw beleggingsadviseur zich vooral leiden door uw belangen, door zijn eigen belang of beide in gelijke mate?' (volgens de particuliere beleggers, n=339, in %)*

<sup>342</sup> Daarbij stelt 50,2% van de particuliere beleggers (enigszins) begrip te hebben voor de volgende stelling: 'Ik heb er begrip voor dat een beleggingsadviseur een grote particuliere belegger anders behandelt dan een kleine belegger'. Daarbij zijn het opmerkelijk genoeg de beleggers met een kleinere effectenportefeuille ( $\leq$  € 50.000) die significant vaker dan beleggers met een grote portefeuille ( $>$  € 100.000) hier begrip voor hebben (52,3% versus 40,5%).

### 11.3 Conclusies

Ondanks de liberalisering van de financiële markten, waartoe de consument eenvoudiger toegang heeft gekregen, staat de invloedrijke positie van financiële instellingen nog fier overeind. Deze invloed komt tot uiting in de diverse rollen die de financiële instelling wil en kan spelen op de financiële markten. Rollen die op hun beurt ook belangen met zich meebrengen. Het voorop stellen van de belangen van de cliënt dient hierbij gecombineerd te worden met de economische belangen van de financiële instelling. Deze economische belangen van zowel de cliënt als de financiële instelling worden (mede) behartigd door de beleggingsadviseur. De financiële instelling tracht de medewerkers gecommitteerd te krijgen voor haar economische belang, dan wel te houden aan hun taak door hen te belonen naar gelang hun prestaties. Veelal is een van de belangrijkste beoordelingscriteria van deze prestatie indirect of direct gerelateerd aan de behaalde omzet. De dienst blijkt dus op kwantitatieve en niet op kwalitatieve aspecten te worden gestuurd. Op basis van theoretische inzichten kan worden verondersteld dat de kwaliteit van de uitgevoerde taak (output) op een bepaalde wijze onder druk komt te staan. Onderzoek toont aan dat mensen onder financiële druk onzorgvuldiger kunnen worden in het beoordelen van hun taak. Dit kan eveneens voor beleggingsadviseurs gelden. Daar komt bij dat beleggingsadviseurs nauwelijks invloed kunnen uitoefenen op de resultante van hun verstrekte adviezen. Het beleggingsrisico van hun adviezen is afgewenteld op de particuliere belegger, terwijl beleggingsadviseurs wel profiteren van de behaalde omzet op deze cliënt. Daar komt bij dat bij beleggingsadvisering het behalen van omzet bij vrijwel alle onderzochte financiële instellingen afhankelijk is van het aantal transacties dat wordt gedaan.

Alhoewel er tussen de beleggingsadviseurs en de directieleden nog wel eens verschillend wordt gereageerd op de vraag of hun beloning ook uit een prestatiegerichte component bestaat, blijkt een meerderheid van de beleggingsadviseurs prestatiegericht beloond te worden. Bij de grote financiële instellingen bestaan deze prestaties voornamelijk uit het behalen van individuele omzet, het behalen van groepsomzet en het aantal ingediende klachten. Bij de kleine en de middelgrote instellingen blijkt individuele en groepsomzet in mindere mate van belang te zijn en worden ook, zij het beperkt, 'klanttevredenheid' en 'beleggingsresultaten cliënten' genoemd als prestatie-indicatoren.

Het is niet mogelijk om op basis van empirische onderzoeken een eenduidig antwoord te vinden op de vraag welk effect het prestatieafhankelijk belonen van de beleggingsadviseur heeft op zijn adviezen. Een onderzoek van de FSA (2004) in het Verenigd Koninkrijk toont aan dat de belangen maar zeer beperkt geschaad worden door het beloningsgericht adviseren. Daartegenover staat het rapport van the Bank Administration Institute (2000), waaruit blijkt dat een ruime meerderheid van commerciële medewerkers en managers van financiële instellingen in de Verenigde Staten de verkoop- en prestatiedruk te hoog vindt. Waarbij een meerderheid aangeeft dat er veel transacties gedaan worden die niet in het belang zijn van de particuliere belegger. Ook zou er een interne competitiestrijd worden aangemoedigd om zo hoog mogelijke verkoopresultaten te realiseren.

Wanneer de beleggingsadviseurs in Nederland gevraagd wordt of zij van mening zijn dat de wijze waarop zij beloond worden een effect heeft op hun advisering, dan valt op dat met name de beleggingsadviseurs bij de grote instellingen stellen dat dit effect aanwezig is. Een meerderheid van deze categorie beleggingsadviseurs geeft aan dat de te behalen provisie regelmatig een rol speelt bij het te geven advies, terwijl de beleggingsadviseurs die bij een kleine instelling werken, dit in zeer beperkte mate stellen. Er kan worden geconcludeerd dat van de beleggingsadviseurs die werken bij de grote instellingen, wordt verondersteld dat zij hun adviezen aanpassen om de doelstellingen op individueel en groepsniveau te behalen. Deze conclusie is niet eenduidig te trekken bij de middelgrote en de kleine instellingen. Dat de te behalen provisie regelmatig een rol speelt bij het te geven beleggingsadvies, kan voor problemen (gaan) zorgen, daar met name de beleggingsadviseurs die werken voor een grote financiële instelling, aangeven dat het volgens hen steeds moeilijker wordt de economische doelstellingen te behalen. De adviseurs noemen een drietal problemen: de nadruk ligt vaak op het moeten plaatsen van nieuwe producten (uit emissies), op het moeten verkopen van producten met een hoge marge en het probleem van niet-onafhankelijk kunnen adviseren. Alhoewel hieruit niet kan worden afgeleid dat de beleggingsadviseurs op dit moment niet achter hun adviezen staan.

De directieleden van de grote instellingen stellen unaniem dat de wijze waarop zij belonen zeker effect heeft op de wijze waarop de beleggingsadviseurs adviseren. Een kleine meerderheid van de directieleden van de kleine financiële instellingen en de helft van de directieleden van de middelgrote instellingen onderschrijft dit. Opmerkelijk is dat enkele directieleden van kleine instellingen zich realiseren dat er handelingen plaats kunnen vinden die niet in het belang zijn van de particuliere beleggers (zoals *churning*), maar dit toch lijken te accepteren

als bedrijfsrisico. Daarbij zijn lang niet alle directieleden van mening dat de zorgplicht verzaakt wordt door de wijze waarop zij hun beleggingsadviseurs belonen.

Ook de particuliere beleggers zijn gevraagd hoe zij dit prestatieafhankelijke belonen ervaren. Ongeveer de helft van de particuliere beleggers is (enigszins) van mening dat de wijze waarop de adviseur wordt betaald (namelijk via het doen van transacties) ertoe bijdraagt dat zijn belangen niet worden gediend. De andere helft is volledig van mening dat dit niet het geval is. Opmerkelijk is hier het verschil tussen de beleggers met een kleine effectenportefeuille en die met een grote effectenportefeuille. De eerstgenoemde categorie stelt significant vaker dat de wijze van belonen er niet voor zorgt dat diens belangen worden geschaad. Daarnaast moet worden geconcludeerd dat de particuliere beleggers maar in zeer beperkte mate stellen dat de beleggingsadviseur zich alleen laat leiden door zijn eigen belangen of die van zijn werkgever. De helft van de particuliere beleggers is van mening dat de beleggingsadviseur zich laat leiden door beide belangen (zowel die van de belegger als van de beleggingsadviseur of diens werkgever). De lager opgeleide particuliere beleggers stellen significant vaker dat zij van mening zijn dat de beleggingsadviseur de belangen van de belegger voorop zal stellen bij diens handelen. Wordt de particuliere beleggers een alternatief aangeboden: het apart betalen voor een onafhankelijk beleggingsadvies, dan blijkt een kleine meerderheid hier niets voor te voelen. De beleggers met een grote effectenportefeuille stellen significant vaker dan beleggers met een kleinere effectenportefeuille hiertoe wél bereid te zijn.

## 12 Beleggingsadvisering en professionalisme

Kunnen we bij beleggingsadviseurs spreken van professionals of wenst deze beroepsgroep als professional betiteld te worden, maar heeft zij nog een weg te gaan alvorens er daadwerkelijk gesproken kan worden van ‘professionalisme’? In dit hoofdstuk wordt getracht antwoord te vinden op deze vraag en met name een verband tussen professionalisme en de zorgplicht die op beleggingsadviseurs rust, aan te tonen.

### 12.1 Wat is professionaliteit?

Een populaire generalisatie is dat beroepsgroepen steeds verdergaand geprofessionaliseerd raken. Onjuist gedrag van een vakman wordt vaak betiteld als ‘niet-professioneel’ gedrag. Doordat het label ‘professioneel’ op steeds meer beroepsgroepen van toepassing lijkt te zijn, heeft dit een algemeen normerend karakter gekregen van ‘correct handelend volgens hoogstaande normen’ (Van Dale omschrijft ‘professioneel’ als: “als door vakmensen, vakkundig”).<sup>343</sup> Vollmer en Mills (1966: 7-8) definiëren dit als “a dynamic process whereby many occupations can be observed to change certain crucial characteristics in the direction of a ‘profession’.” Nu kent ieder beroep zijn eigen mores en cultuur, waarmee nog niet van een professie gesproken kan worden.<sup>344</sup> Er is volgens Van Es (2000: 41) sprake van een professie, indien er aan de vakmatige beheersing van de vaste beroepsactiviteiten hoge waarde wordt toegekend. In de praktijk worden dienstverleners en ambachtsmensen ook eenvoudigweg beschouwd als professionals

<sup>343</sup> Mok (2005: 6) lijkt het begrip ‘professioneel’ te verbinden met ‘onder toezicht staan’. In zijn rede stelt hij: “Professionele dienstverleners op financieel gebied staan meestal onder enige vorm van toezicht. Daaromheen zwermt een groep ongeregelde dienstverleners, waaronder dilettanten, fantasten, tennis-mecenassen en andere te wantrouwen personen.”

<sup>344</sup> Waarbij het woord ‘professie’ volgens Van Dale de betekenis heeft van beroep of ambt.



(Caplow, 1954: 48-139). Wat moet onder een 'professional' verstaan worden? Er zijn op basis van de literatuur diverse definities te geven van een professional. Van Dale omschrijft het begrip 'professional' als: "iemand die een tak van sport als beroep beoefent." Volgens Mintzberg (1983: 213-215) is een professional een geschoolde werknemer die gebruik maakt van moeilijk aan te leren, maar wel nauwkeurig omschreven procedures. Van een professional kan worden verondersteld dat deze over vakkwaliteiten beschikt en op grond daarvan prestige geniet. Wilensky (1964: 138) legt de focus van de professional op het verkrijgen van systematische kennis en het stellen van normen die diens gedrag moeten leiden. Sherlock en Morris (1967: 42) stellen: "... combination of systematic, often esoteric, knowledge, technique, and self-control through a system of ethics – all developed to a high degree- which ... differentiates the professional man as an ideal type from members of other vocations." Daarnaast wordt binnen de organisatiekunde vaak het werkwoord 'professionaliseren' gebruikt. Typerend voor de professional is de autonomie van handelen en de beperkte controleerbaarheid van zijn werk. Deze controle vindt in de praktijk voornamelijk plaats binnen het beroep zelf, waarbij volgens Ganzevoort (1999: 15) kan worden gesteld dat het management afhankelijk is geworden van de medewerker.

## 12.2 Criteria voor professionaliteit

Op basis van een literatuuronderzoek zijn er vele kenmerken en eisen te benoemen van een professional. Alhoewel er hier niet gestreefd is naar volledigheid worden een aantal verschillende criteria nader uiteengezet. Zo onderscheiden professionals zich van niet-professionals door:

- een gespecialiseerde training;
- het vaststellen van een redelijke vergoeding;
- het oprichten van een professionele beroepsvereniging;
- het ontwikkelen en gebruiken van ethische codes (Carr-Saunders, Wilson, 1933 in Goldstein, Donaldson, 1979: 322);
- het ontwikkelen, onderwijzen en gebruiken van een systematische theorie verkregen via universiteiten als een basis voor de professionele vakkundigheid;
- het verkrijgen van een positieve waardering door de gemeenschap (Greenwood, 1957: 45-55);
- een zekere dienstoriëntatie of een zekere mate van verantwoordelijkheidsbesef naar de maatschappij toe;

## IV Prestatie en professionalisme

- een benadering van taken en problemen die zich kenmerkt door rationaliteit;
- een relatief hoge toetredingsdrempel (Wilensky, 1964: 140).

Goode (1960: 903) noemt twee basiskarakteristieken die volgens hem van toepassing zijn op de professional: een langdurige, gespecialiseerde opleiding waarbij uitvoerige, theoretische kennis centraal staat en een sterk dienstverlenende oriëntatie. Hij bezigt deze twee karakteristieken als basis, maar motiveert zijn definitie van professionalisme met meerdere criteria die volgens hem in het verlengde moeten worden gezien van de twee basiskarakteristieken. Enkele van deze aanvullende criteria zijn:

- de professie stelt haar eigen standaarden van opleiding en training vast;
- de aankomende professional gaat door een verstrekkend proces van volwassen worden als professional ten opzichte van andere professies;
- het professionele beroep is vaak wettelijk erkend door middel van een vergunningplicht;
- de toelatings-, vergunnings- en tuchtcommissies worden door leden van de beroepsgroep bemand;
- de meeste wetgeving die van toepassing is op het professionele beroep, is ontworpen door de beroepsgroep zelf;
- het beroep wint op de sociale ladder, door hoger inkomen, aan macht<sup>345</sup> en prestige, hetgeen het mogelijk maakt om hoge eisen te stellen aan studenten die tot de beroepsgroep willen worden toegelaten;
- professionals voelen zich sterker verbonden en geïdentificeerd met het beroep dan veel andere leden van andere beroepsgroepen dat doen;
- het beroep moet vaak worden beschouwd als een eindpunt binnen de carrière;
- daar zou eveneens een stimulerend intellectueel klimaat kunnen worden bijgevoegd, waarbij collega's informatie onderling uitwisselen en waarbij slechte resultaten worden berispt.

In zijn algemeenheid kan gesteld worden dat professionals zich steeds verder specialiseren. Een hoeveelheid nieuwe instrumenten en technieken wordt ontwikkeld om steeds complexere problemen op te lossen. Juist deze complexe problemen zorgen ervoor dat professionals zich op deelgebieden specialiseren, ten einde in teamverband deze problemen het hoofd te kunnen bieden (Engel, 1969: 33, Somers en Somers, 1961: 27). Ganzevoort (in Kwakman, 2003: 2-4) noemt daarnaast enkele criteria om te kunnen spreken van professionalisme. Hij

<sup>345</sup> Zie hierover ook Gartner, Riesmann (1974: 150).

noemt het produceren in interactie met de klant, het ontwikkelen van professionele normen, de drang tot het zelf willen organiseren van werk en de drang tot zelfontplooiing. Stinchcombe (1959: 168-187) stelt dat het publiek, maar ook veel professionals, van mening zijn dat er twee criteria voor professionalisme van belang zijn: de werkzaamheden van een professional zijn technisch van aard en gebaseerd op een systematische kennis of doctrine, alleen verkregen door een lange training of opleiding; en de professional verbindt zich tot het volgen van de professionele normen.

### **De vergelijking van Wilensky (1964) onder achttien beroepsgroepen**

Wilensky (1964: 137-158) heeft een vergelijking gemaakt tussen de geschiedenis van achttien beroepsgroepen. Hierin is duidelijk de ontwikkeling van gevestigde beroepsgroepen naar een professie zichtbaar. Hij gebruikt voor zijn vergelijking een aantal criteria waaraan volgens hem in deze specifieke volgorde voldaan moet worden wil er gesproken kunnen worden van een professie:

- Een activiteit dient voltijds te worden uitgevoerd.
- De behoefte aan een specifieke opleiding ontstaat vanuit de beroepsgroep, de cliënten of de beroepsorganisatie.
- Nadat de specifieke opleiding is doorlopen, is een eerste vorm van organisatie waarneembaar.
- Er is een continu politiek debat om zo ondersteuning te vinden in een wet<sup>346</sup> die de professie dient te beschermen. In het kennisgebied dat niet exclusief is voorbehouden aan de professie, zou een titel dat wel kunnen zijn.
- Regels om niet-gekwalificeerde en oneerlijke personen te weren, regels tegen interne competitie en regels om zo cliënten te beschermen en te benadrukken dat de diensten worden aangeboden conform de formele ethische codes, worden ingevoerd.

Volgens Wilensky (1964: 146) hebben die beroepsgroepen die het bovengenoemde proces<sup>347</sup> doorlopen hebben, meestal een aanzienlijke autonomie van handelen. Hierbij wordt autonomie betiteld als de autoriteit en de vrijheid om de eigen beroepsgroep te reguleren en binnen het eigen kennisgebied te handelen. Toch reikt deze autonomie niet voor alle professionals even ver. Diegenen

<sup>346</sup> Uit het onderzoek van Wilensky (1964: 146) blijkt dat de eerste wettelijke bescherming doorgaans aan het einde van het proces van professionalisering komt.

<sup>347</sup> Volgens Van der Krogt (1981: 94) gaan vele beroepsgroepen een proces in waarbij leden van een beroepsgroep op collectieve wijze, vooral gebruikmakend van kennismacht, trachten een collectieve machtspositie te verwerven en/of te verdedigen, met als doel de gebruiks- en ruilwaarde van het beroep te beheersen. Dit professionaliseringsproces uit zich zowel intern als extern. Intern wordt de kwaliteit van de beroepsuitoefening bewaakt. Extern worden de belangen van de beroepsgroep behartigd (Van Oostrom, 2002: 24).

## IV Prestatie en professionalisme

die in loondienst zijn, zullen noch exclusiviteit, noch finale verantwoordelijkheid dragen voor hun handelen. Een relevant gegeven voor het functioneren van de professional in loondienst is de mate waarin de organisatie zelf bestaat uit professionals en in hoeverre die professionals, die direct betrokken zijn bij de te verrichten dienst, schaars zijn. De professional zal uiteindelijk beoordeeld worden door niet-professionals. Vaak staat de professional aan de top van de 'inkomen/prestige-ladder', waarbij diversificatie en tot op zekere hoogte de vrije keuze van cliënten, hem eveneens autonomie geeft.

Wilensky (1964: 138) noemt het traditionele model voor professionalisme afhankelijk van een aantal criteria. Zo moet er een technische basis aanwezig zijn voor diens handelen, moet er sprake zijn van een exclusief territorium, moeten training en vaardigheden leiden tot dit territorium en dient het publiek overtuigd te zijn dat de aangeboden diensten uniek en betrouwbaar zijn. Het woord 'technisch' zou impliceren dat er een zekere techniek van toepassing is bij een professional. Echter 'techniek' alleen is niet afdoende. Een timmerman zal ongetwijfeld technische inzichten nodig hebben om goed te kunnen functioneren en zal scholing ondergaan hebben om zijn vaardigheden te leren beheersen.<sup>348</sup> Er wordt in dit verband gerefereerd aan enerzijds wetenschappelijke kennis en anderzijds technische vaardigheden die noodzakelijk zijn voor het goed uitoefenen van dit vak. Daarnaast dient er regelmatig getraind en bijgeschoold te worden om het kennisniveau op peil te houden. Wilensky (1964: 138) is van mening dat die beroepsgroep die een sterke link heeft met de wetenschap,<sup>349</sup> een goede kans maakt om professional genoemd te worden. Met andere woorden: een wetenschappelijke onderbouwing<sup>350</sup> van de motieven tot het handelen sterkt de positie van een beroepsgroep. Een voorbeeld van een dergelijke traditionele professional is die van de geneeskunde.

In de vergelijking opgesteld door Wilensky (1964: 141-143) blijkt dat er voor vier van de zes bestaande professies een universitaire opleiding bestond voordat de beroepsvereniging werd opgericht. Deze vier bestaande professies zijn: accountants, civiel ingenieurs, juristen en artsen. De overige twee zijn: bouwkundigen en tandartsen. In de minder gevestigde professies is een omgekeerde volgorde

348 Waarbij er een onderscheid kan worden gemaakt tussen een professional en een expert. Een expert onderscheidt zich door een bovenmatige kennis op een specifiek terrein. Wilensky (1964: 149) omschrijft een expert als een individu die zoveel weet dat hij slechts een klein gedeelte hiervan kan communiceren.

349 Durkheim (1947: 208) stelt dat wetenschap het op zichzelf niet zal winnen bij de publieke opinie. Autoriteit van de wetenschap zal derhalve onontbeerlijk zijn om de publieke opinie te overtuigen van de toegevoegde waarde.

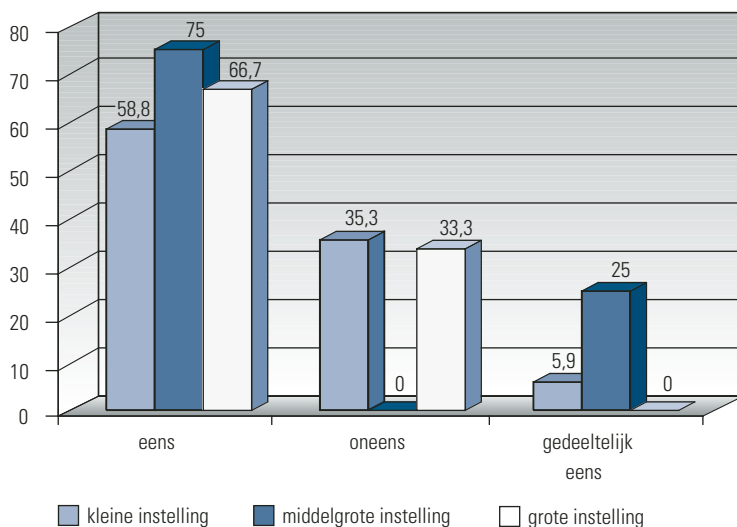
350 Het publiek van een zuivere wetenschapper is echter een ander publiek dan dat van de gemiddelde professional. Bij de eerste is dit een collega-wetenschapper, terwijl dit bij de gemiddelde professional de cliënten zijn die veelal de competentie van de professional moeilijk of niet kunnen beoordelen.

kenmerkend. Typisch hierin kan zijn dat diegenen die een hogere opleiding hebben genoten, stellen dat een dergelijke opleiding noodzakelijk is voor een verdere professionalisering van de beroepsgroep, terwijl diegenen die op basis van jarenlange ervaring hun sporen hebben verdiend in de beroepsgroep, juist zouden kunnen stellen dat een hoge opleiding weinig toevoegt. Daarbij kan er een discrepantie ontstaan tussen diegenen die op basis van ervaring al jarenlang cliënten van advies verstrekken versus diegenen die op basis van diepgaande theoretische kennis toegang verkrijgen tot de beroepsgroep, terwijl de opleiding of ervaring op zichzelf geen indicator van kwaliteit hoeft te zijn. Dienstjaren, anciënniteit of hoge opleiding lijken slechts aspecten van een hoogwaardige kwaliteit van dienst te zijn. Evenzo zorgen persoonlijke kenmerken voor deze kwaliteitsbeleving, zoals bijvoorbeeld (levens)ervaring en opvoeding. Alhoewel weinig financiële instellingen een specifieke opleiding tot beleggingsadviseur bieden, blijkt met name bij de grote instelling een beleggingsadviseur nogal eens een (semi-) startfunctie te zijn, die niet altijd kan rekenen op een hoog aanzien binnen de organisatie. Horizontale carrière zou hiertoe een oplossing kunnen bieden. Dit wordt ook wel 'carrière op de stoel' genoemd. Goldner en Ritti (1967: 501-502) hebben in een onderzoek naar de carrière van ingenieurs ontdekt dat de zogenaamde *dual promotional ladder*, waarbij door professionals de verticale carrière (het hiërarchisch stijgen binnen een organisatie) werd gecombineerd met inhoudelijk groeien (horizontale carrière), niet succesvol bleek te zijn. De reden voor de mislukking lag in het feit dat de werkgevers deze medewerkers wel beloonden en status gaven, maar hen onvoldoende autonomie verstrekten in hun werk. Dit kan ervoor zorgen dat de professional de neiging heeft om wat meer van baan te wisselen om zo betere werkomstandigheden te vinden (Habenstein en Christ, 1955: 87). Autonomie binnen het handelen wordt beschouwd als een fundamenteel onderdeel van het professionalisme. Hierbij wordt de professional tot op zekere hoogte vrijgesteld van de exogene druk opgelegd door de maatschappij (Boreham, 1983: 697, Freidson, 1984 in Wallace, 1995: 831). Ook kan het gezien worden als een individuele discretionaire bevoegdheid over de directe taak binnen een bepaalde zakelijke setting (Wallace, 1995: 819). Professionals zijn er over het algemeen op tegen dat hun vaardigheden worden gerationaliseerd en geautomatiseerd (voor zover dit mogelijk is), aangezien dit een einde zou betekenen van hun autonomie. Daarbij is autonomie relevant voor het behartigen van de belangen van de cliënt. Worden deze goed behartigd, dan zal dit eveneens in het voordeel zijn van de carrière van de professional. Goldstein en Donaldson (1979: 323) noemen dit "the ability to be the sole definer."

In zijn relatie met de cliënt wordt verwacht dat de professional autonoom is ten aanzien van factoren als verantwoordelijkheid, communicatie en innovatie (Engel, 1970: 15). Deze verantwoordelijkheid vindt zijn basis in de asymmetrie in kennis, ervaring en middelen die van toepassing is op de relatie tussen de professional en cliënt (zie § 3.3). Deze asymmetrie legt een verzwaarde verantwoordelijkheid op het handelen van de professional. Ten aanzien van de communicatie dient de professional toegang te krijgen tot de noodzakelijke informatie van zowel de wetenschap als van zijn cliënten, om zo zijn cliënten goed van dienst te kunnen zijn. Ook innovatie is van groot belang. De meeste problemen van cliënten lijken een gelijksoortige oplossing te vereisen. De professional zou in de gelegenheid moeten zijn om zijn behandelmethoden aan te passen. Doordat professionele kennis tot op zekere hoogte ontastbaar is, krijgt zij een zeker mysterieus aura. Dit mysterie kan door de professional gebruikt worden als een wijze om prestige en macht op te bouwen. De kennis van de professional zou moeten bestaan uit enerzijds een expliciete kennis (op basis van literatuur, training en opleiding) en anderzijds een impliciete kennis (begripsvorming van de problematiek van cliënten, te verkrijgen via praktijkervaring). Er is een paradox in het verkrijgen van meer kennis door het grote publiek. Meer kennis impliceert een verlies van het mysterie (zie § 5.1.3). Het publiek begint 'door te krijgen' hoe de professional opereert en waar de zwakke plekken in diens handelen te vinden zijn. Anderzijds impliceert deze toegenomen kennis niet dat de behoefte aan professionele diensten afneemt (Friedson, 1961).

### 12.3 Professionalisme binnen de effectendienstverlening

Een van de deelvragen ter beantwoording van de centrale vraag in dit onderzoek is: 'Hebben de regelgeving en jurisprudentie ten aanzien van de zorgplicht invloed op de wijze van adviseren? Zo ja, welke?' Natuurlijk zou verondersteld kunnen worden dat regels verder bijdragen tot een professionalisering van een beroepsgroep. En aan een beroepsgroep de vraag stellen of zij van mening is dat zij tot de professionals moet worden gerekend, vraagt om een bevestiging. Dit is op zichzelf niet vreemd, wetende dat veel beroepsgroepen de wens hebben als professioneel betiteld te worden (Wilensky, 1964: 137-141). Ook de directieleden van de financiële instellingen in Nederland zijn in meerderheid (62,5%) van mening dat de beleggingsadviseurs tot de professionals kunnen worden gerekend (zie figuur 83).



*Figuur 83: 'Beleggingsadviseurs zijn professionals' (volgens de directieleden, in %)*

Dat lang niet iedere beroepsgroep professioneel is, blijkt uit de hoeveelheid criteria die in de voorgaande paragraaf genoemd wordt om aan de definitie van 'professioneel' te kunnen voldoen. Tijdens de interviews is de directieleden gevraagd welke argumentatie zij hebben om de beleggingsadviseur als professional te beschouwen. Zo wordt 'het hebben van marktkennis' als een eigenschap gezien die volgens hen mede de mate van professionalisme bepaalt. Een directeur van een kleine instelling zet uiteen: "De beleggingsadviseur volgt de hele dag de financiële markten, moet de hele dag informatie en research in zich opnemen. Daarnaast moet hij onder constante druk werken. Dit maakt hem een professional." Een directielid van een andere kleine financiële instelling maakt direct een onderscheid tussen 'de markt' en zijn beleggingsadviseurs: "Mijn adviseurs zijn zonder meer professionals. Ze zijn hoogopgeleid en kennen de markten. Of dit ook voor andere instellingen geldt, ik betwijfel het." Dit onderscheid wordt ook gemaakt door een directeur van een middelgrote financiële instelling, hij zegt: "Over de vraag of een beleggingsadviseur een professional is, moet ik lang nadenken. Bij ons zeer zeker, maar er zijn enorme verschillen tussen banken. Een professional moet mijns inziens economisch-statistische kennis bezitten, moet goed afwegingen kunnen maken, heeft een kritische houding en moet ook nog eens goed communiceren. Dat maakt hem voor mij een professional." Het goed kunnen communiceren of een goede 'communicator' zijn wordt tijdens de interviews regelmatig genoemd. Dit is volgens enkele directieleden een

## IV Prestatie en professionalisme

belangrijke eigenschap van een beleggingsadviseur en draagt mede bij aan de kwalificatie van 'professional'. Een enkele keer wordt het hebben van een DSI-registratie als één van de kenmerken van professionalisme genoemd. Ook het 'commercieel denken' blijkt voor de directieleden van twee middelgrote instellingen dé kwalificatie te zijn om als professional beschouwd te worden. Zij stellen: "De beleggingsadviseur moet omzetgenererend én rendabel kunnen zijn." De directeur van een kleine financiële instelling twijfelt over zijn antwoord op de vraag of de beleggingsadviseur als professional moet worden beschouwd: "In principe kan iedereen beleggingsadviseur worden. Toch zal de professionele beleggingsadviseur wat meer weten dan een ander en heeft hij een specialisme. Daarnaast moet ie ook kranten goed lezen." Een directielid van een grote instelling is niet erg positief over de huidige beleggingsadviseur maar ziet perspectief: "De beleggingsadviseur zal steeds meer over een hoge gestandaardiseerde kennis en kunde moeten beschikken. De examens worden steeds zwaarder, waardoor *traders* minder kansen krijgen en de focus op risicoanalyse komt te liggen. Een positieve ontwikkeling."

Enkele directieleden van de kleine financiële instellingen zijn niet positief en zijn van mening dat de beleggingsadviseur in het geheel geen professional is. Zij geven de volgende argumentatie: "Beleggingsadviseurs zijn alleen maar entertainers: niets van hun prestaties kan gemeten worden" en "Een vermogensbeheerder moet meer nadenken dan een beleggingsadviseur" en "Professionals? Welnee. Het zijn verkopers met een provisietafzet." Na een lang betoog tegen de beleggingsadviseur eindigt een directeur met de volgende opmerking: "De vermogensbeheerder hoeft minder opportunistisch te zijn dan de beleggingsadviseur, hoeft minder te frummelen. Nee, de mensen willen geen beleggingsadviseur meer worden." Twee directieleden maken de vergelijking met een beleggingsanalist. De eerste directeur: "Kijk, een beleggingsadviseur moet zich breed opstellen in zijn advies. De échte professional is de analist. De beleggingsadviseur maakt slechts de vertaalslag van de analist naar de klant." Het tweede directielid zegt: "De beleggingsadviseurs werken ongefundeerd, zonder echte argumentatie. Ze verkopen praatjes, doen zelf geen research en lezen dit alleen op. Maar eerlijk is eerlijk: de klant maakt het hem ook wel gemakkelijk." Een directeur van een grote financiële instelling maakt onderscheid tussen zijn beleggingsadviseurs met de opmerking: "Het zijn met name de oude adviseurs die bijvoorbeeld alleen de krant lezen. Ze zijn verstokt in het oude denken en hebben te weinig ontwikkeling doorgemaakt. Ze kunnen hierdoor lang niet allemaal hun rug recht houden en geen 'nee' verkopen."



In het begin van deze paragraaf is gesteld dat een beroepsgroep in het algemeen tot de professionals wil worden gerekend. Hier is ook gesteld dat veel beroepsgroepen zichzelf professioneel vinden. Het is deze veelvoorkomende (zelf)overschatting die het noodzakelijk maakt om via een omweg tot de daadwerkelijke meting van de mate van professionalisme van de beleggingsadviseur te komen. De beleggingsadviseurs zijn op basis van enkele criteria voor professionalisme van Goldstein en Donaldson (1979) getoetst. Deze criteria zijn, ten opzichte van veel andere criteria ruim gedefinieerd en toepasbaar op vele beroepsgroepen. Ondanks deze ruime definitie is het belangrijk te onderkennen dat er onderlinge verschillen kunnen zijn binnen een beroepsgroep in de mate van het (latent) professioneel handelen. Een binaire redenering ten aanzien van het al dan niet professioneel zijn is dan ook niet mogelijk. Om die reden is ervoor gekozen om de beleggingsadviseur niet alleen te toetsen op basis van de criteria van Goldstein en Donaldson, maar eveneens gedragskenmerken te benoemen. Hiertoe zijn de gedragskenmerken van Hall (1968) gebruikt.

### 12.3.1 De gehanteerde toetsingscriteria voor professionalisme

Enkele criteria van Goldstein en Donaldson (1979: 322) waarmee professionals zich onderscheiden van de andere beroepen, zijn:

- het hebben genoten van een gespecialiseerde training;
- het oprichten van een professionele beroepsvereniging;
- het ontwikkelen en gebruiken van ethische codes;
- het ontwikkelen, onderwijzen en gebruik maken van een systematische theorie, gewoonlijk via universiteiten als een basis voor de professionele vakkundigheid;
- een positieve waardering door de gemeenschap;
- een zekere dienstoriëntatie of een zekere mate van verantwoordelijkheidsbesef naar de maatschappij toe;
- een benadering van taken en problemen die zich kenmerkt door rationaliteit.

Voor toetsing zijn met name de eerste drie criteria gebruikt.

Hall (1968: 92-104) noemt vijf gedragskenmerken van professionalisme:

- het gebruik van een professionele organisatie als een belangrijke referent;
- geloof in dienstverlening;
- geloof in zelfregulering;
- een hang naar de praktijk;
- het gevoel van autonomie.

Voor de toetsing zijn met name het geloof in dienstverlening, het geloof in zelf-regulering en het gevoel van autonomie gebruikt.

### 12.3.2 Toetsing aan de criteria van Goldstein & Donaldson en de criteria van Hall

#### 12.3.2.1 *De (gespecialiseerde) training*

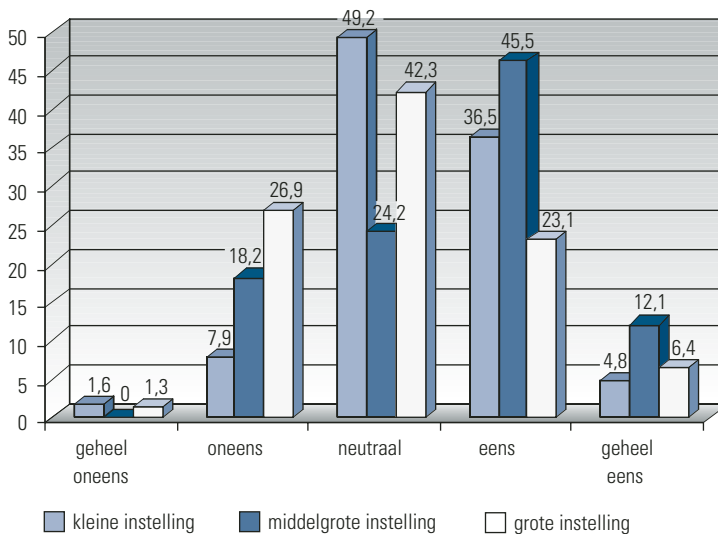
Het volgen van een gespecialiseerde training wordt als een van de criteria beschouwd om te voldoen aan professionalisme (Goldstein, Donaldson, 1979). Daarnaast wordt in de literatuur het ontwikkelen, onderwijzen en gebruiken van een systematische theorie, gewoonlijk via universiteiten, genoemd.<sup>351</sup> Alvorens dieper in te gaan op de visie van de directieleden en de beleggingsadviseurs omtrent het volgen van opleidingen, dient er een onderscheid gemaakt te worden tussen opleiding en ervaring. Een opleiding kan een zuiver theoretisch karakter hebben, maar ook een praktische zijde (denk in dit verband aan de leer/werktrajecten). Voorts is er het onderscheid te maken tussen een vakopleiding, een opleiding gericht op het uitoefenen van een beroep, een vooropleiding (zoals een middelbare opleiding of een academische studie) en permanente educatie. Ervaring wordt daarentegen opgedaan in de praktijk, al dan niet in combinatie met theoretisch onderricht.

#### Genoten vooropleiding

De beleggingsadviseur blijkt nauwelijks een eenduidige (voor)opleiding te hebben gevolgd. Van de 202 beleggingsadviseurs die de vraag hebben beantwoord welke vooropleiding zij hebben genoten, stellen 124 beleggingsadviseurs (61%) een hogere beroepsopleiding of academische opleiding te hebben genoten. Binnen de hoger opgeleiden blijkt 28% een niet-economische opleiding te hebben gevolgd. Deze niet-economische opleidingen variëren van de Hogere Hotelschool tot de studies Psychologie, Spaans, Geschiedenis en Elektrotechniek. Echter, het overgrote gedeelte van de niet-economische opleidingen blijkt de studie Rechten (13,2%) te zijn. Een meerderheid van de directieleden is dan ook van mening dat het vooropleidingsniveau van de gemiddelde beleggingsadviseur meer eenduidigheid behoeft. Op de stelling: 'Het zou voor de professie van beleggingsadviseurs wenselijk zijn indien er een eenduidige verplichte opleiding is voor toetreders in het vak', reageert 53% van directieleden van kleine finan-

<sup>351</sup> Zie Gartner, Riesmann (1974: 155) die stellen: "It was not surprising that the professions in their striving to "upgrade" themselves turned to the university. In doing so, they added luster to their authority, gave credence to the argument that professional wisdom was based not only upon particular skills, but also upon generalized learning."

ciële instellingen en 75% van middelgrote financiële instellingen (zeer) positief. Echter, zonder uitzondering antwoorden de directieleden van grote financiële instellingen niet positief op deze stelling. “Een eenduidigheid is helemaal niet nodig,” aldus een directeur van een grote financiële instelling, “De markt is ook niet eenduidig en zeer concurrerend. Het DSI hebben we al helemaal niet nodig voor deze eenduidigheid.”<sup>352</sup> Wordt de beleggingsadviseur gevraagd naar zijn visie op het opleidingsniveau, dan blijken er tussen de drie categorieën statistisch significante verschillen te zijn. De beleggingsadviseurs van de middelgrote instellingen stellen in meerderheid (57,6%) dat het opleidingsniveau van de gemiddelde beleggingsadviseur omhoog moet. De beleggingsadviseurs die werken bij de grote instellingen, zijn significant vaker dan de anderen van mening dat het opleidingsniveau niet omhoog hoeft (28,2%). Neutraal ten aanzien van deze stelling zijn de beleggingsadviseurs die werken voor een kleine instelling (49,2%).



*Figuur 84: 'Het opleidingsniveau van de gemiddelde beleggingsadviseur moet omhoog' (volgens de beleggingsadviseurs, in %)*

<sup>352</sup> Het DSI kent in haar toelatingseisen een zekere standaard als het gaat om economische kennis.

Zoekende naar een mogelijke verklaring waarom een groot gedeelte van de beleggingsadviseurs van mening is dat het opleidingsniveau niet omhoog hoeft, wordt de vraag gesteld of de beleggingsadviseur steeds vaker afhankelijk is van de expertise van anderen. Met de stelling: 'Ik ben steeds meer afhankelijk geworden van collega's, aangezien er steeds meer expertise nodig is binnen dit vak' blijkt 24,8% van de beleggingsadviseurs het (geheel) eens te zijn. Neutraal is 27,8% van de beleggingsadviseurs en 47,4% is het (geheel) oneens met deze stelling. Op de concrete vraag of de beleggingsadviseur moeite heeft de technische ontwikkelingen van het vak bij te houden, antwoordt 56,4% van de beleggingsadviseurs dat hij hier geen (enkele) moeite mee heeft. Neutraal is 28,2% van de beleggingsadviseurs en 15,3% is van mening dat hij wel moeite hiermee heeft.

### **Ervaring ten opzichte van opleiding**

De directieleden van kleine instellingen zijn in 64% van de gevallen van mening dat het voor de beleggingsadviseur belangrijker is ervaring te hebben dan een opleiding te hebben genoten. Directieleden van de middelgrote en grote financiële instellingen delen deze mening aanzienlijk minder vaak (25% respectievelijk 33%). Gedurende de interviews komt dit verschil duidelijk naar voren. Zo stelt een directeur van een kleine financiële instelling: "Het hebben van levenservaring is belangrijk, zo niet nog belangrijker dan het hebben van beleggingservaring." Met name de directieleden van kleine financiële instellingen verlaten zich op de registratie-eisen van het DSI. Zij noemen het bezitten van een DSI-registratie<sup>353</sup> de belangrijkste maatstaf om aan opleidings- en ervaringseisen te voldoen. Een directielid van een kleine financiële instelling meent echter dat de opleidingseisen om een registratie bij het DSI te verkrijgen, te hoog zijn: "Wij stellen ervaringseisen, geen opleidingseisen. Een van de nadelen van het DSI is dat de opleidingseisen te hoog zijn. Ik heb hier mensen werken die al 30 jaar in het vak zitten, maar niet de geëiste opleiding bezitten. Zijn deze dan niet meer bekwaam? Ik denk het niet!" Tegenover de kleine financiële instellingen, waar ervaringseisen veelal zwaar wegen, staan de middelgrote en grote financiële instellingen. Van de categorie middelgrote instellingen, stelt slechts één directeur dat de registratie-eisen van het DSI belangrijk voor hem zijn. Driemaal wordt gesteld dat een nieuwe medewerker minimaal een HBO-opleiding moet hebben genoten. Eveneens driemaal wordt door de directieleden van middelgrote en grote instellingen gesteld dat zij het relevant vinden dat een beleggingsadviseur

<sup>353</sup> Een DSI-registratie kan alleen verkregen worden door aan bepaalde opleidings- en ervaringseisen te voldoen. Al naar gelang de opleiding en ervaring kan een bepaalde registratie verkregen worden. Zie artikel 4.2 en bijlage 1 van het Algemeen Reglement DSI.

een academische opleiding heeft genoten. Dit tegen één directeur van een kleine instelling. Ervaring wordt in vier gevallen genoemd als een criterium dat soms van belang is en afhankelijk is van de specifieke behoeften binnen de onderneming op dat moment. Er is één directielid van een grote financiële instelling die stelt dat een pas aangenomen beleggingsadviseur niet direct mag adviseren: "Het is niet zo dat de nieuwe adviseur meteen losgelaten wordt op een bak met klanten. Hij wordt eerst commercieel assistent of adviseur particuliere relaties alvorens hij zich met beleggingen mag bezighouden." Van alle directeuren noemen er twee (één van een kleine en één van een middelgrote financiële instelling) commerciële vaardigheden als de meest belangrijke voorwaarde van allemaal. Ondanks de verschillen in opvatting over opleidings- en ervaringseisen, is het opmerkelijk te constateren dat een meerderheid van alle directieleden een gemeene deler kent. Op de stelling: "Het opleidingsniveau van de gemiddelde beleggingsadviseur moet omhoog" blijkt dat gemiddeld 58% van de directieleden het eens is met deze stelling en 16% is het hier zeer mee eens.

Hoe belangrijk vinden de beleggingsadviseurs het gevolgd hebben van een opleiding ten opzichte van werkervaring? Van de beleggingsadviseurs stelt 44,3% dat zij ervaring belangrijker vinden dan een opleiding. Dit tegen 21,2% van de beleggingsadviseurs die het hier (in het geheel) mee oneens zijn en 34,6% die hierin neutraal zijn.

### **Vakopleiding en permanente educatie**

Ook hebben de beleggingsadviseurs de volgende stelling voorgelegd gekregen: 'Het zou voor de professie van beleggingsadviseurs wenselijk zijn indien er een eenduidige verplichte opleiding is voor toetreders in het vak'. Gemiddeld is een meerderheid (58,6%) van de beleggingsadviseurs het (geheel) eens met deze stelling, 20,7% houdt er een neutrale mening op na en 20,6% is het (geheel) oneens met deze stelling. Zoals eerder in deze paragraaf aangegeven onderschrijven de directieleden van de kleine instellingen (53%) en de middelgrote instellingen (75%) deze stelling. Hier lijken de gemiddelde beleggingsadviseurs en deze directieleden elkaar te kunnen vinden. Daarentegen deelt slechts 20,6% van de beleggingsadviseurs de visie van de directieleden van de grote instellingen. Deze laatsten stellen namelijk unaniem dat een eenduidige opleiding voor toetreders niet noodzakelijk is. Daarnaast kan worden gesteld dat het woord 'systematisch' in het criterium 'systematische theorie' een zekere regelmaat of repetitie in zich herbergt. Een veel besproken onderwerp binnen de financiële sector is het permanente educatieprogramma. Bij vele beroepsgroepen (zoals notarissen, artsen en advocaten) is de professional een verplicht permanent educatieprogramma opgelegd. Zou

volgens de directieleden een dergelijk verplicht permanente educatieprogramma wenselijk zijn voor de beleggingsadviseur? Een meerderheid (62,5%) van de directieleden is dit van mening, tegen 20,8% die neutraal is en 16,7% die van mening is dat een dergelijk programma niet noodzakelijk is voor de professie. Tevens is de beleggingsadviseurs gevraagd of zij het wenselijk zouden vinden voor de professie indien er een verplicht jaarlijks educatieprogramma zou moeten worden gevolgd. Aangezien er geen significante verschillen zijn, kunnen er alleen algemene uitspraken gedaan worden. Een minderheid van de beleggingsadviseurs (34,9%) is van mening dat een permanent educatieprogramma wenselijk is voor de professie. Oneens of geheel oneens met deze stelling is 35,4% van de beleggingsadviseurs en 29,7% is neutraal. Het verschil tussen de beleggingsadviseur en de directieleden is duidelijk: een permanent educatieprogramma is volgens de beleggingsadviseurs lang niet zo wenselijk als volgens de directieleden.

#### 12.3.2.2 Registratie, vereniging en specialisatie binnen de beroepsgroep

Bij beroepsgroepen zoals artsen, notarissen en advocaten, is de toelating strikt gereguleerd. Er dient een inspanning verricht te worden om toegelaten te worden. Dit is zowel in het belang van de beroepsgroep – men creëert immers exclusiviteit – maar ook in het belang van de samenleving, daar de kwaliteit van de dienstverlening gecontroleerd kan worden. Daarentegen staat het een ieder vrij zich ‘beleggingsadviseur’, ‘vermogensadviseur’ of ‘beleggingsconsultant’ te noemen. Sinds 1999 heeft het DSI naar Engels model vier registers opgesteld waar een beleggingsprofessional zich kan laten registreren. Zo kan men zich laten registreren als (senior) beleggingsanalist, (senior) effectenhandelaar, (senior) vermogensbeheerder en (senior) beleggingsadviseur. In eerste aanzet was een vooropleiding niet een criterium om opgenomen te worden in een van de vier registers en kon toelating op basis van dispensatie geschieden. Iedere geregistreerde dient een schriftelijke cursus Integriteit te volgen en een daaraan verbonden examen met goed gevolg af te leggen, alsmede een workshop Ethiek bij te wonen. Na een jaar werden de registratievereisten aangescherpt.<sup>354</sup> Het is niet met zekerheid te zeggen hoeveel particuliere beleggers beleggingsadvies krijgen van beleggingsadviseurs (of vermogensbeheerders) die niet geregistreerd zijn bij het DSI. Gezien het aantal financiële instellingen<sup>355</sup> dat zich heeft aangesloten bij het DSI, zou verondersteld kunnen worden dat het aantal beleggingsadviezen dat

<sup>354</sup> In 2002 werd bekend dat 14% van diegene aan wie ontheffing was verleend voor door het DSI voorgeschreven minimale vooropleiding, alsnog geroyeerd werd uit het register. Dit aangezien zij niet aan het vereiste examen en/of bijwonen van de workshop hadden voldaan. Op 6 juni 2005 werd bekend dat de registratie van 540 effectenspecialisten beëindigd werd. Deze personen waren niet op tijd geslaagd voor het examen van de Permanente Integriteits Toets (PIT).

<sup>355</sup> Per 31 december 2004 waren er 364 financiële instellingen die deelnamen aan het Dutch Securities Institute.

door niet-DSI geregistreerden gegeven wordt, beperkt is. Toch is dit twijfelachtig. Assurantietussenpersonen die optreden als remissier tussen een particuliere belegger en een effecteninstelling, zullen zich niet altijd onthouden van een actief beleggingsadvies. In de praktijk blijkt een aanzienlijk aantal beleggingsadviseurs bij een DSI-aangesloten instelling te werken en niet te beschikken over een DSI-registratie. Deze personen zijn door de directieleden wel opgegeven als zijnde 'actieve beleggingsadviseurs van particuliere cliënten' en zodoende meegenomen in de totale steekproef. Op de vraag of de respondent een DSI-registratie heeft, blijkt dat beleggingsadviseurs werkzaam bij kleine instellingen significant (10,8%) vaker stellen dat zij geen DSI-registratie bezitten dan beleggingsadviseurs van middelgrote (7,6%) en grote instellingen (0%). Een registratie bij het DSI wordt door een overgroot gedeelte van de Nederlandse financiële sector als een noodzakelijkheid beschouwd om werkzaam te zijn als effectenspecialist (beleggingsadviseur, vermogensbeheerder, handelaar of analist).

Om voor registratie in aanmerking te komen, moet men voldoen aan opleidings- en ervaringseisen. De directieleden is gevraagd of zij van mening zijn dat de toelatingseisen om te worden geregistreerd als beleggingsadviseur bij het DSI, strenger zouden moeten worden dan nu het geval is. Dit blijkt beperkt wenselijk te zijn. 33% van de directieleden zou een strenger toelatingsbeleid tot het DSI wensen. De overige directieleden zijn hetzij neutraal in deze stelling (33%) hetzij het (zeer) oneens met deze stelling (33%). Het is niet eenvoudig uit deze resultaten een eenduidige conclusie te trekken. Enerzijds zou men kunnen stellen dat het gemiddelde directielid de toelatingseisen zwaar genoeg vindt. Dit lijkt enigszins in tegenspraak te zijn met andere onderzoeksresultaten. Uit de vorige paragraaf blijkt dat gemiddeld 74% van de directieleden van mening is dat het opleidingsniveau van de beleggingsadviseurs omhoog zou moeten. Anderzijds zou uit de resultaten van de stelling dat de toelatingseisen voor het DSI moeten worden verzwaaard, kunnen worden afgeleid dat de directieleden over het algemeen de registratie bij het DSI weliswaar wenselijk vinden aangezien er geen alternatief is, maar niet zeer hoog achten.

De antwoorden van de directieleden op de vraag over de toelatingseisen van het DSI komen in grote lijnen overeen met de visie van de gemiddelde beleggingsadviseur. Uit diens reactie blijkt er nauwelijks behoefte te zijn om de toegang tot het DSI strenger te maken om zo het beroep verder te beschermen. Ruim een kwart (25,4%) van de beleggingsadviseurs is van mening dat de eisen om toegelaten te worden tot het DSI strenger zouden moeten worden. Daarentegen is 33,9% van de beleggingsadviseurs het hier (geheel) niet mee eens en 40,7% houdt er op dit vraagstuk een neutrale mening op na.

## IV Prestatie en professionalisme

De beleggingsadviseurs is gevraagd of zij menen over een bepaalde specialisatie te beschikken waarmee zij zich onderscheiden van de collega-adviseur. Een ruime meerderheid (76,6%) stelt dat hij zich niet onderscheidend heeft gespecialiseerd.<sup>356</sup> De overige 23,3% stelt dat hij een specialisatie heeft. De genoemde specialisaties kunnen worden onderscheiden in een drietal categorieën:

- een specifieke kennis of ervaring (9,6%), zoals het gevolgd hebben van een Register Beleggingsanalist (RBA)-opleiding,<sup>357</sup> het bezitten van een bepaalde juridische kennis of tientallen jaren in het effectenvak werkzaam zijn;
- kennis van specifieke beleggingsproducten of beleggingsdiensten (76,9%); Hierbij wordt het hebben van kennis op het gebied van derivaten, vastrentende waarden of veel kennis van het bedienen van stichtingen en verenigingen genoemd; ook wordt kennis op het gebied van beleggingsfondsen, biotechnologie, converteerbare obligaties en *trackers*<sup>358</sup> genoemd.
- het toevoegen van waarde in algemene zin of specifieke activiteiten (13,5%). Hierbij wordt het goed kunnen werven van nieuwe cliënten, het adviseren op basis van financiële planning of het voeren van bepaalde vermogensstructuren genoemd.

Al zijn de beleggingsadviseurs in meerderheid van mening dat zij geen specialisten bezitten waardoor zij zich onderscheiden van de concurrent, een meerderheid van de directieleden heeft een andere visie op ondernemingsniveau. Tijdens de interviews is uitvoerig stilgestaan bij de (onderscheidende) positie van de financiële instelling. Op de vraag: 'Heeft uw instelling of beleggingsafdeling een specialisatie waarmee u zich onderscheidt van de concurrentie?' blijkt een overgroot gedeelte van de directieleden (87%) van mening te zijn dat zijn instelling of beleggingsafdeling zich onderscheidt van de concurrentie. De antwoorden zijn in figuur 85 grafisch weergegeven.

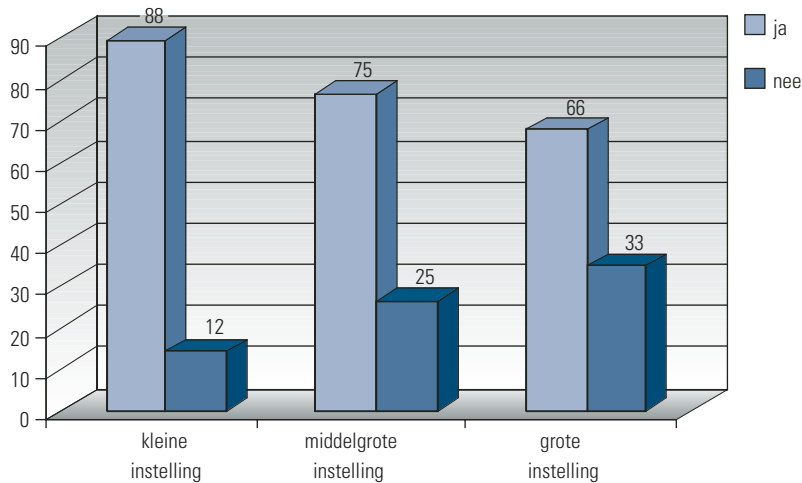
De onderbouwing van deze mening blijkt echter non-specifiek en moeilijk te toetsen op juistheid. De antwoorden zijn: "het hebben van bovengemiddelde productkennis", "het bieden van een grote flexibiliteit voor de klant om zijn portefeuille in te vullen", "het veel aandacht schenken aan de klant", "het voeren van een combinatie tussen beleggen en het behartigen van de belangen van de klant", "het actief benaderen van de cliënt" en "het gericht zijn op een lange

<sup>356</sup> Zie ook Lakonishok, Shleifer, Vishny (1992: 377) met vergelijkbare conclusies.

<sup>357</sup> Uit de enquête blijkt dat een zeer beperkt aantal beleggingsadviseurs aangesloten is bij een beroepsvereniging. In dit verband is onderzocht of de beleggingsadviseurs lid zijn van respectievelijk de Federatie Financiële Planners (FFP) of de Vereniging van Beleggingsanalisten (VBA). Slechts 1,4% van de beleggingsadviseurs is lid van de FFP. De VBA is daarentegen wat populairder: 8,7% van de beleggingsadviseurs is daarvan lid.

<sup>358</sup> Beleggingsfondsen die exact de samenstelling van een beursindex volgen.



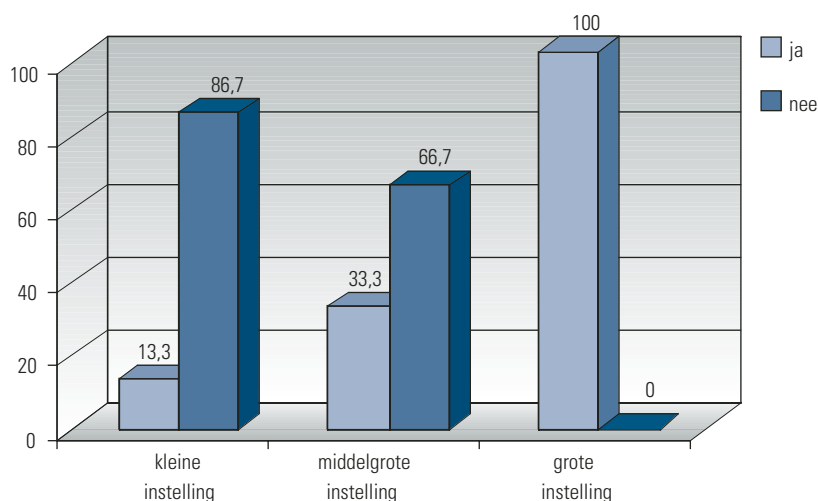


*Figuur 85: 'Heeft uw instelling of beleggingsafdeling een onderscheidende specialisatie?' (volgens de directieleden, in %)*

beleggingshorizon." Een directeur van een kleine financiële instelling wijst erop dat 'zijn beleggingsresultaten' aantoonbaar beter zijn dan die van de concurrenten. Of dit ook daadwerkelijk het geval is, is weliswaar niet getoetst, maar zou eenvoudig toetsbaar zijn. In twee gevallen geven de directieleden van kleine financiële instellingen aan dat zij zich onderscheiden door het cliëntensegment dat zij bedienen. Zo wordt 'de onderkant van de beleggingsmarkt' of 'de kleine particulier' genoemd. Voorts zijn er zeven directieleden die van mening zijn dat zij zich onderscheiden door hun beleggingsmethodiek. De antwoorden varieerden van "het zoeken van uitblinkers in beleggingsfondsen op basis van kwantitatieve analyse", "het beleggen volgens de 'Warren Buffett-methode'", "het beleggen in alternatieve beleggingen" tot "het beleggen in derivaten."

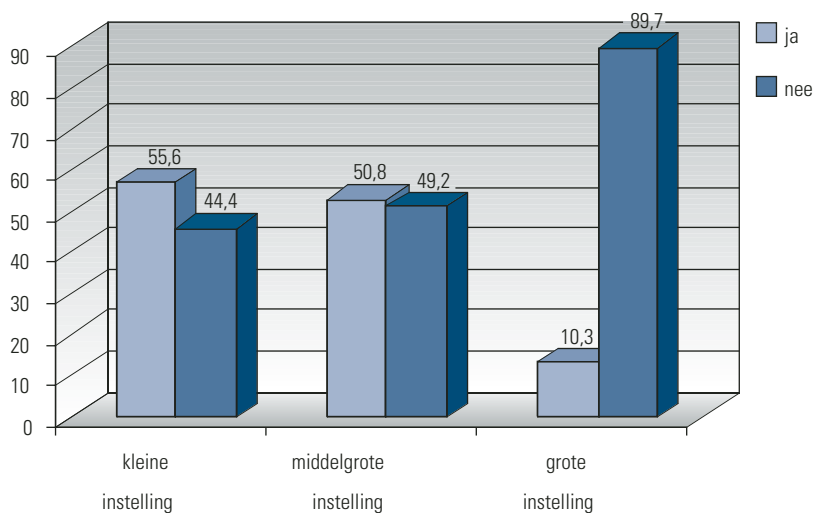
Gezien de juridische en economische verschillen tussen vermogensbeheer en beleggingsadvisering, is onderzocht of deze diensten ook in de praktijk worden gescheiden. Binnen die financiële instellingen die zowel vermogensbeheer als beleggingsadvisering aanbieden aan de particuliere belegger, blijken de kleine en de middelgrote financiële instellingen deze dienst niet strikt te scheiden (zie figuur 86). Regelmatig treedt de beleggingsadviseur hier eveneens op als de vermogensbeheerder. Dit is een significant verschil ten opzichte van de grote financiële instellingen, die een strikte scheiding tussen deze twee diensten hebben doorgevoerd.

## IV Prestatie en professionalisme



*Figuur 86: 'Worden beleggingsadvisering en vermogensbeheer bij u functioneel gescheiden?' (volgens de directieleden, in %)*

Hier blijkt het de beleggingsadviseur niet toegestaan te zijn om tevens het vermogen van een cliënt discretionair te beheren. Dit verschil is opmerkelijk, daar uit de interviews blijkt dat een kleine meerderheid van de directieleden van kleine instellingen wel de juridische en economische verschillen onderkent tussen vermogensbeheer en beleggingsadvisering. Bij het poneren van de stelling: 'Het enige verschil tussen beleggingsadvisering en vermogensbeheer is dat bij beleggingsadvisering de cliënt de uiteindelijke transactiebeslissing neemt' blijkt, dat 53% van de directieleden van de kleine instellingen deze stelling onderschrijft. Geen enkel directielid van een middelgrote of grote instellingen deelt deze mening (25% van de middelgrote instellingen houdt er een neutrale mening op na). Gelijk aan de directieleden, zijn de beleggingsadviseurs gevraagd of een (senior) beleggingsadviseur ook vermogen mag beheren. Beleggingsadviseurs die werkzaam zijn bij een grote financiële instelling, stellen significant vaker dan hun collega's bij kleine en middelgrote instellingen, dat een beleggingsadviseur *geen* vermogen zou mogen beheren (89,7% van de beleggingsadviseurs van de grote instellingen versus 49,2% van de middelgrote instellingen en 44,4% van de kleine instellingen). Het beleggingsadvies en vermogensbeheer lijken dus bij de grote financiële instellingen redelijk tot goed gescheiden te zijn. Een meerderheid van de beleggingsadviseurs van deze grote instellingen onderschrijft deze functiescheiding, terwijl beleggingsadviseurs werkzaam bij middelgrote en kleine instellingen vaker stellen dat een beleggingsadviseur evenzogoed vermogen mag beheren (zie figuur 87).



*Figuur 87: 'Een (senior) beleggingsadviseur mag ook vermogen beheren' (volgens de beleggingsadviseurs, in %)*

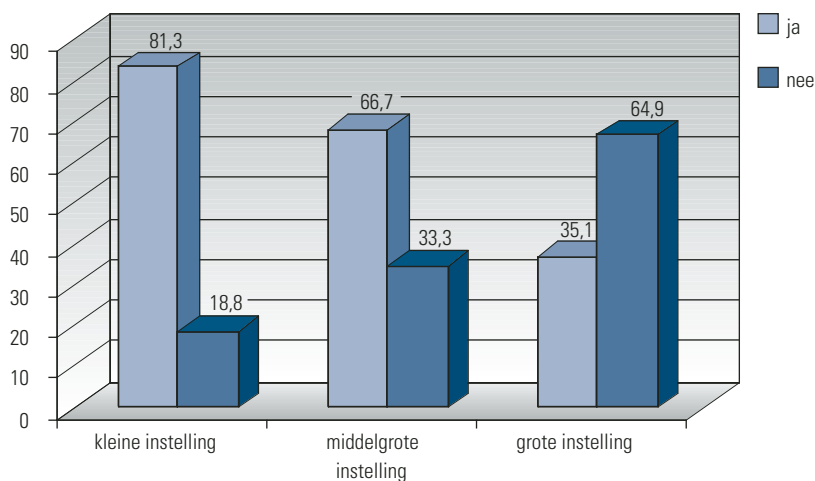
Het is bekend dat de juridische eisen die gesteld worden aan het voeren van discretionair vermogensbeheer, stringenter zijn dan bij beleggingsadvies.<sup>359</sup> Met name de zorgplicht van de financiële instelling weegt zwaarder. Ook vergt het voeren van vermogensbeheer beleggingstechnisch een andere aanpak dan beleggingsadvies. Of de beleggingsadviseurs werkzaam bij de kleine en de middelgrote instellingen op basis van hun eerste antwoord van mening zijn dat er marginale verschillen zijn tussen beleggingsadvies en vermogensbeheer, is verder onderzocht door ook hen de volgende stelling voor te leggen: 'Het enige verschil tussen advies en vermogensbeheer is dat bij advies de cliënt de uiteindelijke transactiebeslissing neemt'. Er blijken geen significante verschillen te zijn tussen de drie categorieën instellingen. Van alle beleggingsadviseurs blijkt gemiddeld 37,4% het eens te zijn met deze stelling, 13,9% van de adviseurs houdt er een neutrale mening op na, terwijl 48,8% het niet eens is met deze stelling.

Met het antwoord op deze vraag is nog niet duidelijk óf de beleggingsadviseur in de praktijk ook daadwerkelijk discretionair het vermogen van een cliënt beheert. Op het antwoord op de vraag: 'Beheert u ook het vermogen van parti-

<sup>359</sup> Zie uitspraak KCD 2003-119 en Van Luyn en Du Perron (2004: 21).

## IV Prestatie en professionalisme

culiere beleggers?’ blijken er significante statistische verschillen te zijn tussen de categorieën instellingen. Zo beheren de beleggingsadviseurs van de kleine instellingen significant vaker dan die van middelgrote instellingen het vermogen van een particuliere belegger. Daarentegen blijken de beleggingsadviseurs bij een grote instelling nooit zowel te adviseren als te beheren (zie figuur 88).

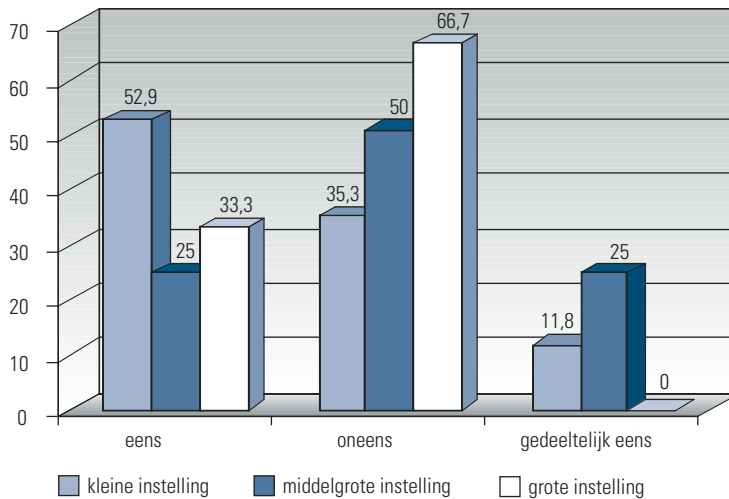


*Figuur 88: 'Beheert u ook het vermogen van particuliere beleggers?' (volgens de beleggingsadviseurs, in %)*

Het beleggingsadviesproces blijkt bij een grote instelling aanzienlijk vaker gescheiden te zijn van discretionair vermogensbeheer. De taak van de beleggingsadviseur lijkt hier helder omschreven. Toch is dit in de praktijk niet geheel het geval. De beleggingsadviseur die werkt bij een grote financiële instelling, dient zich significant vaker (43%) op een ander terrein in te spannen: het adviseren van andere financiële producten. Terwijl beleggingsadviseurs die werken bij de kleine instellingen, dit in 12,3%, en die bij middelgrote instellingen in 22,7% stellen.

Zoals eerder betoogd blijkt er een duidelijk juridisch en operationeel verschil te zijn tussen het beleggingsadvies en het vermogensbeheer. Delen de directieleden deze mening? De directieleden is gevraagd of zij van mening zijn dat de beleggingsadviseur en de vermogensbeheerder verschillende functionarissen zijn. Alle deelnemende directieleden van de middelgrote en de grote instellingen, en 73,3% van de directies van de kleine instellingen, zijn van mening dat er een

typerend verschil is in de persoon van de beleggingsadviseur en in die van de vermogensbeheerder. Vervolgens is gevraagd of het directielid van mening is dat de beleggingsadviseur net zo goed als de vermogensbeheerder het vermogen van een cliënt kan beheren. De antwoorden van de directieleden zijn weergegeven in figuur 89.



*Figuur 89: 'Een beleggingsadviseur kan net zo goed vermogen beheren als een vermogensbeheerder' (volgens de directieleden, in %)*

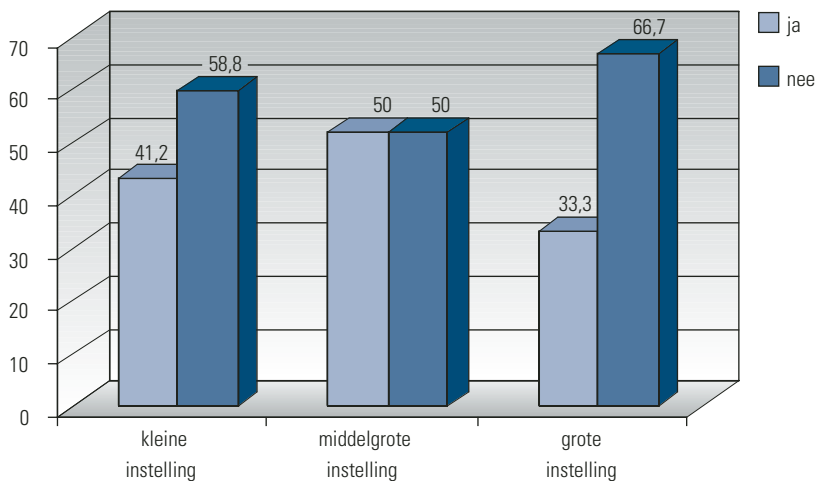
Een krappe meerderheid (52,9%) van de directieleden van de kleine instellingen is dus van mening dat de beleggingsadviseur net zo goed als de vermogensbeheerder vermogen kan beheren. Een minderheid van de directieleden van de middelgrote (25%) en de grote instellingen (33,3%) deelt deze mening.

#### 12.3.2.3 Het ontwikkelen en gebruiken van ethische codes

In 1998 heeft het DSI een gedragscode opgesteld die van toepassing is op iedere DSI-geregistreerde effectenspecialist (zie bijlage 7). Gemiddeld 58,3% van alle ondervraagde directieleden over de drie categorieën bleek niet op de hoogte te zijn van het bestaan van de gedragscode. Zij kenden noch het bestaan, noch de inhoud van de gedragscode DSI. Van de 41,7% van de geënquêteerde directieleden die de gedragscode DSI zegt wel te kennen, was een overgroot gedeelte van de directieleden niet op de hoogte van de inhoud van deze code. Het is derhalve onwaarschijnlijk dat de gedragscode wordt uitgedragen door de directieleden.

## IV Prestatie en professionalisme

Bij een verdere ontwikkeling van ethische codes hoort ook een tuchtrecht. Binnen een beroepsgroep worden zo de normen van het handelen verder geformuleerd en misstanden be- en veroordeeld. Ook het tuchtrecht (via de Tuchtcommissie DSI) blijkt beperkt te leven onder de directieleden. Uit het antwoord op de vraag 'Volgt u de uitspraken van de Tuchtcommissie DSI' blijkt dat een meerderheid van de directieleden (58,3%) deze niet volgt. De reacties zijn, verdeeld over de categorieën instellingen, in figuur 90 weergegeven.

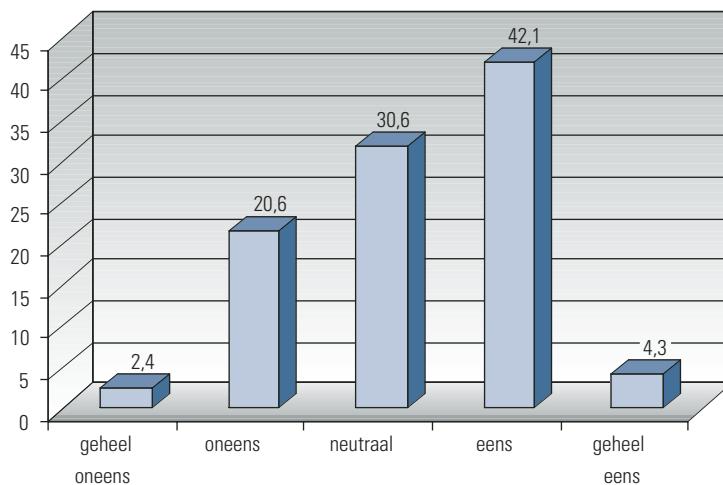


Figuur 90: Volgt u uitspraken van de Tuchtcommissie DSI? (volgens de directieleden, in %)

#### 12.3.2.4 Het geloof in de dienstverlening

Een belangrijke toetsing van de mate van professionalisme is het geloof in de eigen dienstverlening. Dit geloof bestaat niet alleen uit een intrinsiek geloof in de aangeboden dienst, maar eveneens uit een positieve waardering door de gemeenschap (Greenwood, 1957: 45-55). Om het geloof in de dienstverlening te toetsen, is ervoor gekozen om de beleggingsadviseurs drie en de directieleden één stelling voor te leggen (zie ook § 14.2). Dit verschil is gemaakt, aangezien het de beleggingsadviseurs zelf zijn die uiteindelijk de professionele beroepsgroep moeten vormen en niet de directieleden. Zijn de beleggingsadviseurs van mening dat zij de buitenwereld eenvoudig hun toegevoegde waarde kunnen tonen? Naar aanleiding van de negatief geformuleerde stelling: 'Beleggingsadviseurs hebben steeds meer moeite hun toegevoegde waarde te tonen aan cliënten' blijken de beleggingsadviseurs van de middelgrote instellingen het significant vaker dan de andere beleggingsadviseurs eens te zijn met deze stelling (40,9%). Toch zijn 57,8% van de beleg-

gingsadviseurs van de kleine, 42,4% van de middelgrote instellingen en 53,9% van de grote instellingen het (zeer) oneens met deze stelling. Gemiddeld stelt 19,2% van de beleggingsadviseurs zich ten aanzien van deze stelling neutraal op. Ziet de buitenwereld deze toegevoegde waarde van de beleggingsadviseur ook in? Over de stelling 'Te weinig mensen zien de toegevoegde waarde van de beleggingsadviseur in' blijkt de beleggingsadviseur te twijfelen. Gemiddeld is 23% van de adviseurs het oneens met deze stelling, 30,6% is neutraal en 46,4% is het eens met deze stelling (zie figuur 91).



*Figuur 91: 'Te weinig mensen zien de toegevoegde waarde van de beleggingsadviseur in' (volgens de beleggingsadviseurs, in %)*

Op basis van de onderzoeksresultaten van de telefonische enquête onder de particuliere beleggers blijken die beleggers die gebruik maken van de diensten van de beleggingsadviseur, positief te zijn over diens toegevoegde waarde: 83,3% van de particuliere beleggers stelt dat de beleggingsadviseur toegevoegde waarde heeft.

#### *12.3.2.5 Het geloof in zelfregulering*

Zelfregulering wordt als een belangrijk gedragskenmerk van professionalisme beschouwd (zie Hall, 1968, Wallace, 1995. Snizek, 1972: 110). Volgens Selznick (1992: 326-327, 344-345) is het mogelijk dat organisaties een interne moraliteit ontwikkelen, waarbij de organisatie zichzelf regels oplegt. Zelfregulering betekent hier vooral zelfbeperking en het nemen van verantwoordelijkheid. Hierbij hoeven wetten en regels niet beschouwd te worden als een belemmering van de eigen vrijheid, maar als een praktische gids om verantwoordelijkheid in te vullen. Snizek

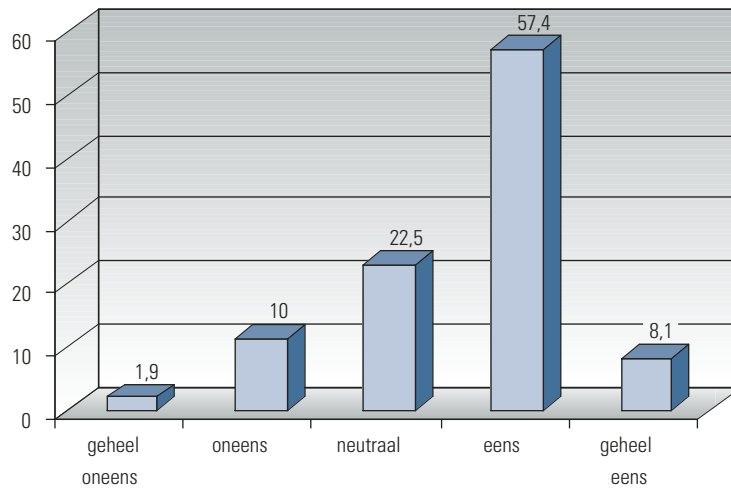
(1972: 110) stelt dat het geloof in zelfregulering aantoont dat een professional zich bewust is van collegiale controle, met dien verstande dat hij dit gelooft zolang collega's hem kunnen beoordelen. Buitenstaanders ontberen de specialistische kennis hiervoor. Binnen het Dutch Securities Institute is hiertoe de Tuchtcommissie ingesteld. Deze Commissie behandelt tuchtzaken tussen geregistreerde effectenspecialisten enerzijds en het DSI anderzijds. Iedere geregistreerde effectenspecialist is onderworpen aan het tuchtreglement van de Tuchtcommissie DSI. Een direct belanghebbende kan een klacht indienen indien een geregistreerde effectenspecialist zich niet houdt aan de statuten of reglementen van het DSI.

Er wordt door de directieleden verschillend gereageerd op het bestaan van de Tuchtcommissie DSI. Een directeur van een grote financiële instelling geeft aan dat volgens hem de Tuchtcommissie DSI in het geheel niet bij zal dragen aan professionalisering. "Integriteit en professionaliteit zit in de mens. Ik zie het als een levenshouding die niet afgedwongen kan worden." Deze sceptische houding wordt ook door een directeur van een kleine financiële instelling aangenomen, zij het op andere gronden: "Die hele Commissie behandelt alleen kleinzielige zaken. Serieuze zaken worden alleen met compromissen afgehandeld en vervullen zo weinig een voorbeeldfunctie." Op de vraag of de mogelijkheid tot het berispen van beleggingsadviseurs via de Tuchtcommissie DSI zou bijdragen tot een verdere professionalisering van het beleggingsvak, blijken de directieleden en de beleggingsadviseurs vrijwel eensgezind te zijn. Eens met deze stelling is 66,7% van de directieleden en 65,5% van de beleggingsadviseurs. Oneens is 25% van de directieleden en 11,9% van de beleggingsadviseurs het. Neutraal is 8,3% van de directieleden en 22,5% van de beleggingsadviseurs. Vergelijk de figuren 92 en 93.

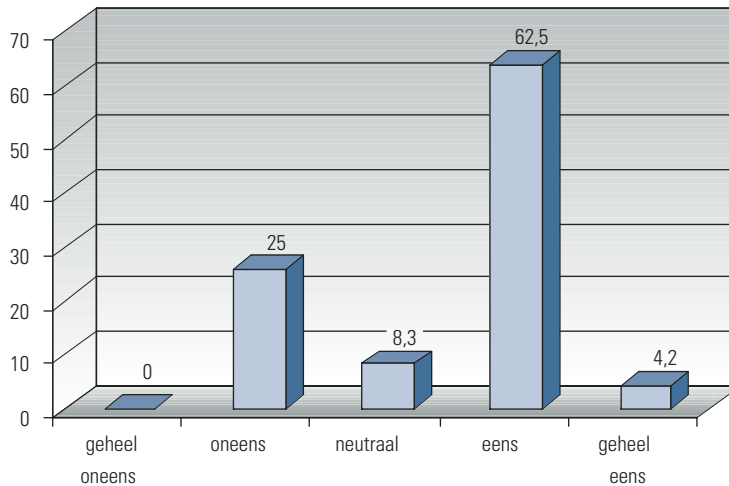
#### 12.3.2.6 *Het gevoel van autonomie*

Een van de criteria om als een professional betiteld te worden, is de grote mate van vrijheid die een beroepsbeoefenaar krijgt in het dagelijks uitoefenen van zijn beroep. Block (1981: 18) omschrijft de waarde van autonomie binnen het handelen als volgt: "Making decisions is easy. Making decisions that people will support is not so easy. Organizations seem to work better when people get an opportunity to influence decisions that have a direct impact on their work. When people feel that something is important and they have some control, they will be motivated to exert the effort to make things work. When they believe that something is important but they can exert no control, the common tendencies are to become cautious or defensive, to play it safe, to withhold information, to protect themselves from blame." In hoeverre een beroepsgroep een mate van autonomie in zijn handelen kent, is niet eenvoudig te toetsen. Immers, wat wordt onder auto-





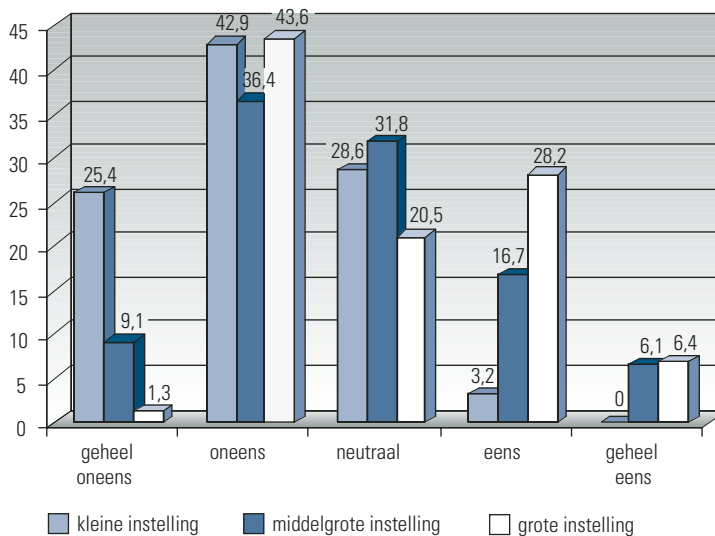
*Figuur 92: 'Het berispen van beleggingsadviseurs via de Tuchtcommissie DSI draagt bij tot verdere professionalisering van het beleggingsvak' (volgens de beleggingsadviseurs, in %)*



*Figuur 93: 'Het berispen van beleggingsadviseurs via de Tuchtcommissie DSI draagt bij tot verdere professionalisering van het beleggingsvak' (volgens de directieleden, in %)*

## IV Prestatie en professionalisme

nomie verstaan? Daarbij komt dat wat voor de één als autonomie geldt, door een ander als paternalisme beschouwd wordt. Om een zo evenwichtig mogelijk beeld te krijgen van het handelen van de beleggingsadviseur, zijn diverse vragen en stellingen voorgelegd. Allereerst is de beleggingsadviseur de stelling voorgelegd: 'De wijze waarop ik word aangestuurd door mijn werkgever, belemmert mij meer in mijn handelsvrijheid dan wetten en regels' (zie figuur 94).



*Figuur 94: 'De wijze waarop ik word aangestuurd door mijn werkgever, belemmert mij meer in mijn handelsvrijheid dan wetten en regels' (volgens de beleggingsadviseurs, in %)*

Op basis van de gegeven antwoorden is er een statistische significantie in de verschillen tussen de drie categorieën instellingen vastgesteld. Zo zijn beleggingsadviseurs die werken bij een grote financiële instelling, aanzienlijk vaker van mening dat dit het geval is, ten opzichte van de adviseurs bij de kleine en de middelgrote instellingen (34,6% grote instellingen versus 22,8% middelgrote instellingen en 3,2% kleine instellingen). Daarnaast is er ook een significant verschil in het percentage dat het niet eens is met deze stelling. Beleggingsadviseurs van de kleine instellingen (68,3%) zijn het vaker niet eens met deze stelling ten opzichte van de beleggingsadviseurs van de middelgrote (45,5%) en de grote instellingen (44,9%).

Om een evenwichtig beeld te krijgen van de autonomie die de beleggingsadviseur binnen zijn handelen verkrijgt, is gevraagd in hoeverre hij zijn eigen tijd kan

indelen. De beleggingsadviseurs zijn hier verdeeld over: 49,7% van hen is van mening dat hij zijn eigen werktijd kan indelen. Hier is 23,9% neutraal over, terwijl 26,4% stelt dat hij niet zijn eigen werktijd kan indelen.

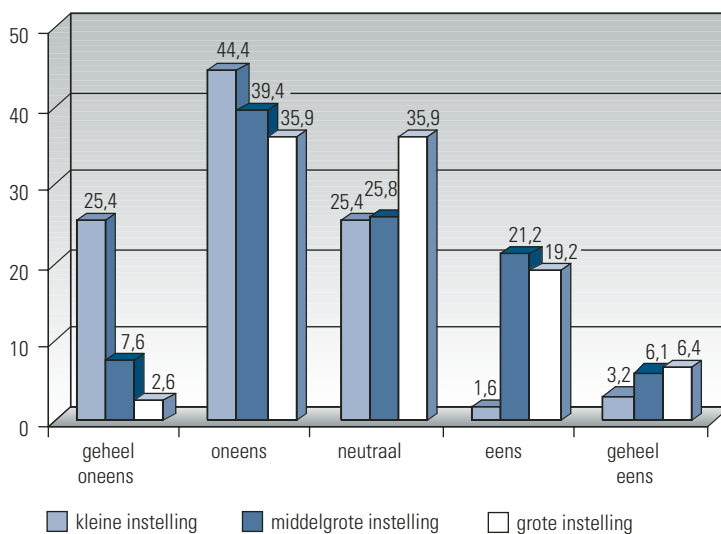
Daarnaast is op een aantal operationele maatregelen getoetst of de beleggingsadviseur nog voldoende autonomie ervaart in zijn handelen en ook daadwerkelijk discretionaire bevoegdheden krijgt binnen zijn handelen. Met andere woorden: is deze autonomie op concrete handelingsvrijheden gebaseerd? Allereerst is gevraagd of en in hoeverre de werkgever een grotere invloed heeft op het te geven beleggingsadvies dan de beleggingsadviseur zelf.<sup>360</sup> Uit de reacties op de stelling: 'Niet ikzelf, maar mijn werkgever bepaalt welke adviezen gegeven worden' blijkt een significant verschil in de wijze waarop beleggingsadviseurs van de kleine instellingen dit ervaren versus de beleggingsadviseurs van de middelgrote en de grote instellingen. Beleggingsadviseurs van de kleine instellingen stellen in 4,8% van de gevallen dat de werkgever het te geven advies bepaalt, terwijl dit bij 27,3% van de middelgrote instellingen het geval is en bij 25,6% van de grote instellingen. Geheel oneens met de stelling is 25,4% van de beleggingsadviseurs van de kleine instellingen ten opzichte van 7,6% van de middelgrote en 2,6% van de grote instellingen. Dit verschil is eveneens statistisch significant (zie figuur 95).

Een van de maatregelen die veel financiële instellingen hebben genomen tegen het geven van (te) risicovolle beleggingsadviezen, is het instellen van een zogenaamde 'corelist van effecten'. Dit is een lijst met beursgenoteerde effecten die door (interne) analisten nauwgezet worden gevolgd. Op deze wijze wordt voorkomen dat er onvolledige of onjuiste informatie over effecten door de beleggingsadviseur wordt verstrekt. Daarnaast is de particuliere belegger zeker van het feit dat deze effecten gevolgd worden door de beursanalist(en) van de betreffende instelling of van derde partijen. Er is eerst gevraagd in hoeverre de werkgever van de beleggingsadviseur werkt met een dergelijke *corelist*. Het blijkt dat de beleggingsadviseur van de kleine instelling significant vaker stelt dat zijn werkgever niet werkt met een dergelijke verplicht te volgen *corelist* (zie figuur 96).

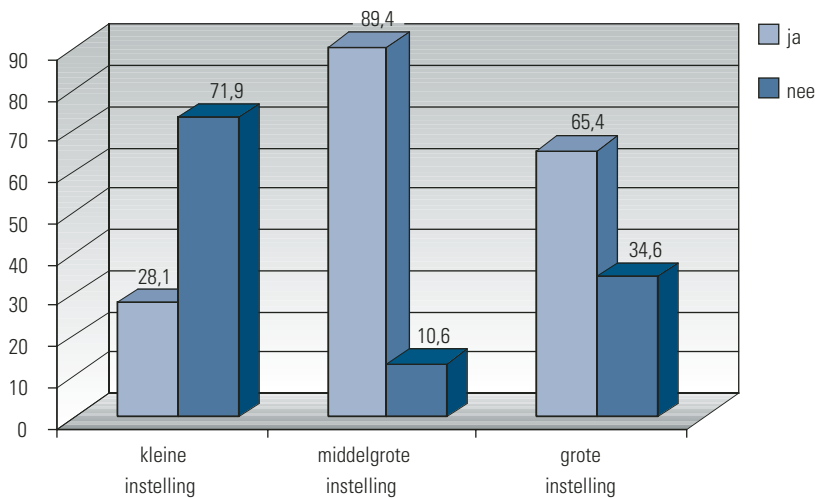
Uit de reacties op de enquête blijkt dat, indien er sprake is van een *corelist*, deze gemiddeld door 63,8% van de beleggingsadviseurs wordt gevolgd, terwijl 33,8% van de adviseurs stelt deze *corelist* niet te volgen. Vervolgens is de beleggingsadviseur gevraagd of

<sup>360</sup> Vergelijk in dit verband de onderzoeksresultaten van Carpenter (1997: 39) die onderzoek deed naar bankmanagers en hun kleine zakelijke cliënten. Zij stelt: "In preliminary qualitative interviews a number of branch managers voiced concern over their level of autonomy in supporting firms in difficulty. Aware of the public criticism of their banks' role, they feel bound by controls from head office, where lending decisions are often taken which may be detrimental to their customers' business."

## IV Prestatie en professionalisme



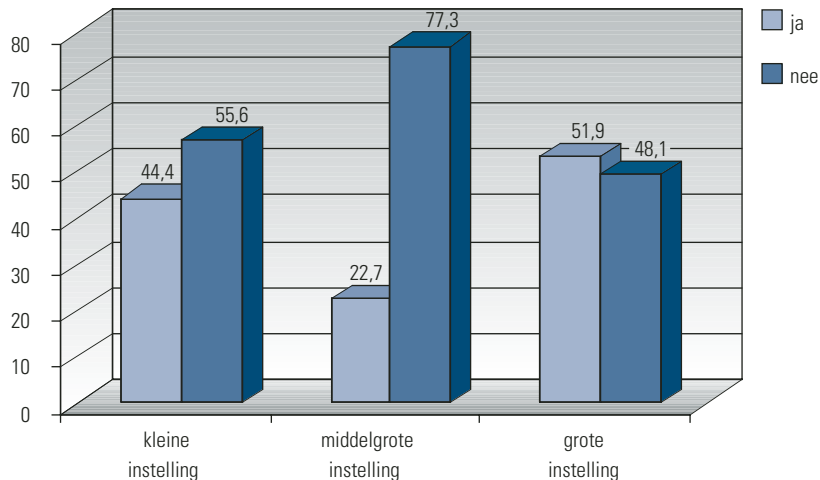
*Figuur 95: 'Niet ikzelf, maar mijn werkgever bepaalt welke adviezen gegeven worden' (volgens de beleggingsadviseurs, in %)*



*Figuur 96: 'Werkt u met een corelist?' (volgens de directieleden in %)*

het mogen adviseren van een beperkt aantal fondsen hem limiteert in zijn adviesvrijheid. Gemiddeld stelt 59,5% van de beleggingsadviseurs dat dit het geval is. Een neutrale houding neemt 17,1% aan, terwijl 23,4% dit (in het geheel) niet onderschrijft.

Binnen zijn handelen kunnen zich situaties voordoen waarbij de beleggingsadviseur discretionaire bevoegdheden nodig heeft om voldoende autonoom te kunnen handelen. In de enquête is gevraagd of de beleggingsadviseur de bevoegdheden heeft om debetstanden aan cliënten toe te kennen en overstan- den in marginverplichtingen<sup>361</sup> toe te staan (zie figuur 97). Wat betreft het mogen toestaan van een debetstand, blijkt dat de beleggingsadviseur die werkt bij een grote instelling (51,9%), het significant vaker is toegestaan dan bij de middelgro- te (22,7%) en de kleine instellingen (44,4%).<sup>362</sup>



*Figuur 97: 'Mag u zelfstandig een cliënt een debetstand toestaan?' (volgens de beleggingsadviseurs, in %)*

Ten aanzien van het zelfstandig mogen beslissen over het overschrijden van de margintermijn,<sup>363</sup> blijkt dat gemiddeld slechts 1,4% van de beleggingsadviseurs wordt toegestaan om hier zelfstandig in te handelen. Hier zijn geen statistische verschillen vastgesteld.

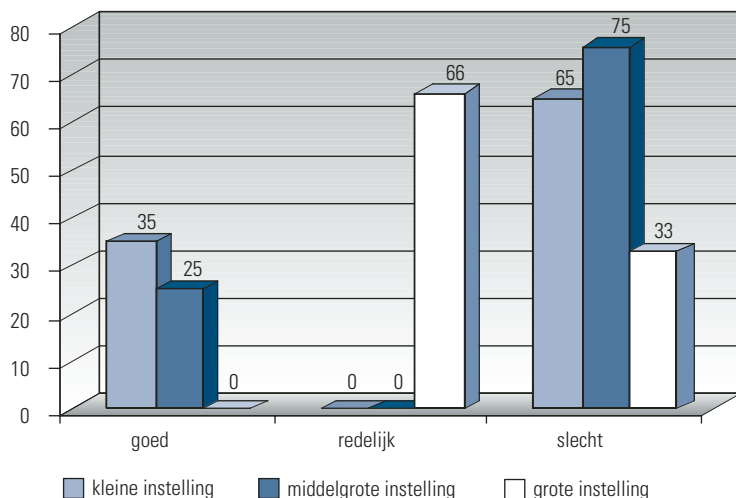
<sup>361</sup> Zodra een belegger een shortpositie in opties aangaat, ontstaat er een 'marginverplichting'. Deze margin is bedoeld om te waarborgen dat de effecteninstelling aan haar door Euronext opgelegde verplichtingen kan voldoen. Op zijn beurt wordt deze marginverplichting ook aan de uiteindelijke cliënt opgelegd. De particuliere belegger gaat deze verplichting immers via de effecteninstelling aan.

<sup>362</sup> Zeker in het geval dat de betreffende instelling geen Effectenkredietinstellingen (Eki) is, kan deze instelling niet zelfstandig beslissen over een debetstand.

<sup>363</sup> De periode van vijf dagen waarbinnen een tekort in marginverplichtingen teniet moet zijn gedaan. Anders is een effecteninstelling verplicht om effecten te verkopen totdat er weer aan de marginverplichting voldaan is. Zie artikel 28 lid 4 Nadere Regeling gedragtoezicht effectenverkeer 2002.

## IV Prestatie en professionalisme

Vervolgens zijn de directieleden enkele vragen gesteld over de autonomie van de beleggingsadviseur. Zo is gevraagd hoe zij de controleerbaarheid van de werkzaamheden van de beleggingsadviseur ervaren (zie figuur 98). Daarbij blijkt een meerderheid (62,5%) van de directieleden de controleerbaarheid slecht te vinden, 8,3% noemt de controleerbaarheid van de beleggingsadviseur 'redelijk' en 29,2% noemt deze 'goed'. Daarbij dient te worden opgemerkt dat er onderlinge verschillen tussen de categorieën instellingen zijn waar te nemen. Zes van zeventien kleine financiële instellingen zijn van mening dat de controleerbaarheid juist goed is. Zijn de directieleden van middelgrote instellingen pessimistisch over de mate van controleerbaarheid van de beleggingsadviseur, de directieleden van grote financiële instellingen zijn optimistisch. Een directielid van een grote financiële instelling schrijft dit toe aan de informatietechnologie: "De controleerbaarheid neemt toe en de eisen van de zorgplicht en wetgeving worden beter. De ICT zorgt hiervoor, maar ook de onderlinge controle wordt beter." Daarnaast stelt een ander directielid van eveneens een grote financiële instelling: "ICT helpt wel, maar de beleggingsadviseur is moeilijk in een harnas te krijgen." Het blijkt ook hier dat er intern streng wordt gecontroleerd op de verplichtingen die voortvloeien uit de zorgplicht. "We voeren controles uit op intakeformulieren en beschikken over meer informatie. Maar *churning* is bijvoorbeeld moeilijk vast te stellen," aldus een directielid van een grote financiële instelling.



*Figuur 98: 'Hoe ervaart u de controleerbaarheid van de handelingen van de beleggingsadviseur?' (volgens de directieleden, in %)*

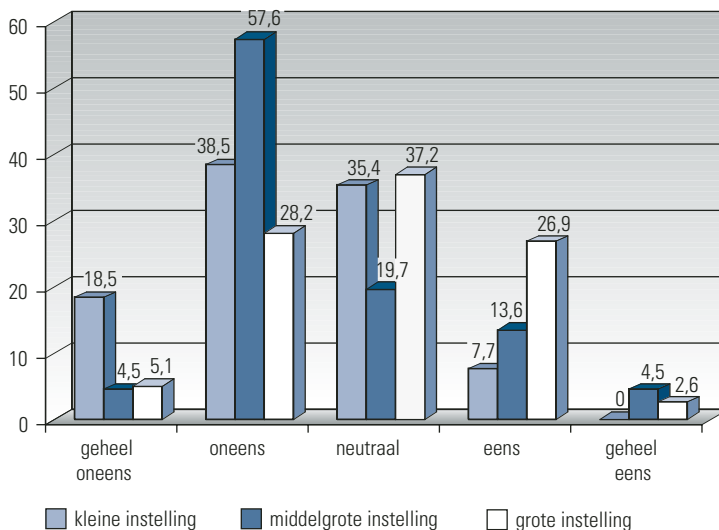
In vrijwel alle gevallen geven de directieleden van de kleine financiële instellingen de beperkte schaalgrootte van de instelling als reden voor de goede controleerbaarheid. Zo blijkt de sociale controle tussen de medewerkers onderling hét middel te zijn voor deze directieleden om zicht te houden op hun werkzaamheden en geeft hun zo het gevoel dat zij de beleggingsadviseurs onder controle houden. Een directeur van een kleine financiële instelling: “Alles is te controleren door systemen én de schaalomvang van onze instelling.” Voor de zes kleine financiële instellingen, die stellen dat de controleerbaarheid goed te noemen is, lijkt de rol van ICT hierin beperkt te zijn. Indien het een rol speelt (in drie van de zes gevallen), dan wordt gesteld dat ICT een bijdrage levert in het systematisch toetsen van de effectenportefeuilles van de cliënten versus het aangegane risicoprofiel en worden alle gedane transacties dagelijks bezien.

Voor het overgrote gedeelte van de directieleden blijkt de controleerbaarheid van de activiteiten van de beleggingsadviseur echter een probleem te vormen.<sup>364</sup> Een directeur van een kleine financiële instelling die zich alleen bezighoudt met het verstrekken van beleggingsadvies, stelt: “Ik doe van alles om de risico’s beheersbaar te houden. Ik fiatteer beleggingsvoorstellen, luister gesprekken af, bezie contractfrequenties en neem steekproeven of het gekozen risicoprofiel wel wordt gevolgd. Toch ervaar ik de controleerbaarheid als slecht.” De algemeen directeur van een vermogensbeheerinstelling die recent gestopt is met beleggingsadvisering: “De controleerbaarheid is zonder meer slecht. Dát is ook de reden dat wij volledig gestopt zijn met beleggingsadvies. Vermogensbeheer is beter te controleren.” Deze mening wordt in grote lijnen gedeeld door een ander directielid van een kleine financiële instelling die binnenkort stopt met beleggingsadvies. Hij komt met een voorbeeld van een handeling die hem mede hiertoe heeft doen besluiten: “Bij vermogensbeheer is er een automatische koppeling tussen profiel (het vastgestelde risicoprofiel, AL) en beheerportefeuille. Bij advies was dit niet mogelijk en te kostbaar. Soms gebeurde het dat er transacties werden gedaan zonder toestemming van de klant. Dat kunnen we niet hebben natuurlijk.” De voorzitter van de Raad van Bestuur van een middelgrote financiële instelling erkent ook dat controleerbaarheid moeilijk is: “De beleggingsadviseur heeft bij ons beperkte vrijheid. Maar op detailniveau, waar toch de meeste klachten over gaan, is het moeilijk te controleren wat hij doet. Het blijft dus een kwestie van vertrouwen.”

<sup>364</sup> Zie ook Ganzevoort (1999: 15) die stelt: “Diensten worden voor een groot deel tot stand gebracht in interacties tussen dienstverlener en klant. Dit verschijnsel brengt met zich mee dat de mogelijkheid van directe controle op de kwaliteit van de dienst beperkt is geworden. Bij eenvoudige dienstverlening kan er nog supervisie of autorisatie in het werkproces aanwezig zijn; wordt die dienstverlening gespecialiseerder en complexer, dan is supervisie veel minder mogelijk. Dit wordt nog versterkt door het feit dat de manager vaak minder kennis heeft dan die specialist.”

## IV Prestatie en professionalisme

Dat de beleggingsadviseurs werkzaam bij een kleine instelling meer adviesvrijheid hebben of nemen, blijkt ook uit de antwoorden op volgende stelling: 'Als een analist een fonds koopwaardig acht, kan ik mijn cliënten gerust dit fonds adviseren'. Beleggingsadviseurs van kleine instellingen zijn het significant vaker dan andere beleggingsadviseurs geheel oneens (18,5%) of oneens (38,5%) met deze stelling. 57,6% van de beleggingsadviseurs van middelgrote instellingen is het oneens met deze stelling. Daartegenover staat dat de beleggingsadviseur die voor een grote financiële instelling werkt, het slechts in 26,9% van de gevallen eens is met deze stelling, hetgeen evenals de vorige antwoorden significant is. Zie voor een grafische weergave van deze antwoorden figuur 99.



*Figuur 99: 'Als een analist een fonds koopwaardig acht, kan ik mijn cliënten gerust dit fonds adviseren' (volgens de beleggingsadviseurs, in %)*



## 12.4 Conclusies

In de literatuur zijn diverse definities te vinden van het begrip 'professionalisme'. Daarnaast worden diverse criteria genoemd waaraan voldaan zou moeten worden, wil men tot de selecte groep 'professionals' worden gerekend. Uit de interviews blijkt dat een meerderheid van de directieleden de beleggingsadviseurs beschouwt als 'professionals'. Hiertoe worden diverse argumenten gebruikt zoals 'het moeten volgen van de financiële markten', 'genoten hoge opleiding', 'het commercieel zijn' en 'het goed kunnen communiceren'. Enkele directieleden van kleine instellingen zijn echter van mening dat de beleggingsadviseurs in het geheel geen professionals zijn en noemen hen 'entertainers' en 'verkopers met een provisetarget'.

Om te toetsen of de beleggingsadviseur tot de 'professional' moeten worden gerekend, is hij getoetst aan enkele criteria van Goldstein en Donaldson (1979) en aan de gedragskenmerken van Hall (1968). Uit de resultaten blijkt dat de beleggingsadviseur slechts in beperkte mate een relevante economische opleiding heeft genoten. Er kan zeker niet gesproken worden van een eenduidige opleiding. Dit wordt door de directieleden onderkend, waarbij er behoefte blijkt te zijn aan een eenduidige opleiding voor toetreders in het vak. Toch vinden met name de directieleden van de kleine financiële instellingen vaak ervaring net zo belangrijk als opleiding. Daarnaast is er op dit moment geen permanent educatieprogramma voor de beleggingsadviseurs.<sup>365</sup> Een meerderheid van de directieleden wenst dit wel; de beleggingsadviseurs aanmerkelijk minder. Er wordt dus door de beroepsgroep zelf weinig nut gezien in een permanent educatieprogramma, terwijl toch niet iedere beleggingsadviseur tevreden is over zijn eigen opleidingsniveau. Uit het voorgaande moet worden geconcludeerd dat er sprake is van een beperkte eenduidigheid in de opleidingseisen. Mede hierdoor is de kennis waarover de beleggingsadviseur dient te beschikken, niet vast te stellen, hetgeen eveneens een argument is om de beleggingsadviseur niet tot de professionals te rekenen.<sup>366</sup>

De registratie bij het DSI wordt niet altijd serieus genomen. Zo blijken er beleggingsadviseurs bij DSI-aangesloten instellingen werkzaam te zijn die in het geheel niet geregistreerd zijn bij het DSI. Ook hoeven de toelatingseisen voor

<sup>365</sup> Behoudens de Permanente Integriteitstoets (PIT) van DSI.

<sup>366</sup> Vergelijk in dit verband Boreham (1983: 696) die stelt dat kennis geïnstitutionaliseerd dient te worden tot expertise wil er gesproken kunnen worden van 'professionalisme'.

## IV Prestatie en professionalisme

het DSI volgens zowel de directieleden als de beleggingsadviseurs niet omhoog. Alleen bij de grote financiële instellingen worden de functies vermogensbeheerder en beleggingsadviseurs strikt gescheiden: een (senior) beleggingsadviseur bij de kleine en de middelgrote instellingen mag ook vermogen discretionair beheeren. Dit blijkt in de praktijk ook te gebeuren. Opmerkelijk, daar een groot gedeelte van de directieleden van mening is dat een beleggingsadviseur het vermogen niet zo goed kan beheeren als een vermogensbeheerder.

Iedere DSI-geregistreerde medewerker dient zich te houden aan de gedragscode van het DSI. Deze gedragscode is echter nauwelijks bekend onder de directieleden. Ook een minderheid van de beleggingsadviseurs volgt de uitspraken van de Tuchtcommissie DSI. Wel stelt een meerderheid van zowel de beleggingsadviseurs als de directieleden dat het bestaan van de Tuchtcommissie DSI, en dus de mogelijkheid tot het berispen of opleggen van andere sancties aan DSI-geregistreerden, bijdraagt aan een verdere professionalisering van het beleggingsvak.

De beleggingsadviseurs ervaren de autonomie van hun handelen als beperkt. Toch stellen de directieleden in het algemeen dat de controleerbaarheid van de beleggingsadviseurs slecht te noemen is. ICT en een eventuele kleinschaligheid (controle door collega's) kunnen hierbij helpen. De grote financiële instellingen hebben veel gestandaardiseerd, zodat de directieleden de controleerbaarheid hier als beter ervaren. Daarbij blijkt dat de beleggingsadviseurs van de grote instellingen minder autonomie ervaren bij hun advisering dan de adviseurs van de overige instellingen. Bij de middelgrote en de grote instellingen wordt vaak gewerkt met een *corelist* van aandelen en een meerderheid van de beleggingsadviseurs geeft aan deze ook te volgen.

Een situatie waarbij de professional zijn autonomie koestert, is die waarbij hem nieuwe regels worden opgelegd. Uit onderzoek blijkt dat professionals op allerlei wijzen trachten de regels zo te manipuleren dat hun autonomie gewaarborgd blijft. De beleggingsadviseurs hebben zich echter nauwelijks verzet tegen de nieuwe regels en verplichtingen die nu op hen rusten. Zij hebben zich niet verenigd en oppositie is (voor zover bekend) nauwelijks gevoerd. Het is denkbaar dat de huidige regels gemanipuleerd worden, maar hiervoor zijn geen bewijzen gevonden in dit onderzoek. Op basis van de bevindingen moet worden geconcludeerd dat de beroepsgroep 'beleggingsadviseur' op enkele vitale onderdelen niet voldoet aan de criteria van een professional. De angst voor aansprakelijkheden in combinatie met de wens om bedrijfseconomische (korte termijn) resultaten te behalen zorgt ervoor dat veel beleggingsadviseurs weinig autonomie in

hun handelen ervaren. Controleerbaarheid speelt bij de directies een grote rol. Dit zal in toenemende mate belangrijk worden, waardoor de adviesvrijheden verder ingeperkt kunnen worden. Maar ook de beleggingsadviseurs zelf dragen niet altijd bij aan het worden van 'professional'. Homogene, economische opleidingen zijn lang niet altijd gemeengoed in de beroepsgroep en een behoefte aan permanente educatie blijkt beperkt. Het scheiden van functies, waarvoor separate DSI-registraties benodigd zijn, wordt alleen bij de grote instellingen doorgevoerd.



## V De gevolgen van de zorgplicht op de beleggingsadvisering

## 13 De gevolgen van de zorgplicht op de beleggingsadvisering: de particuliere beleggers

Wat zijn volgens de particuliere belegger de implicaties van de opgelegde zorgplichtregels op de effectendienstverlening? Hoe is hun verhouding met de beleggingsadviseur geworden? Hebben zij begrip voor de opgelegde regels of vinden zij dat zij geremd worden in hun bewegingsvrijheid?

### De kwaliteit van de dienstverlening

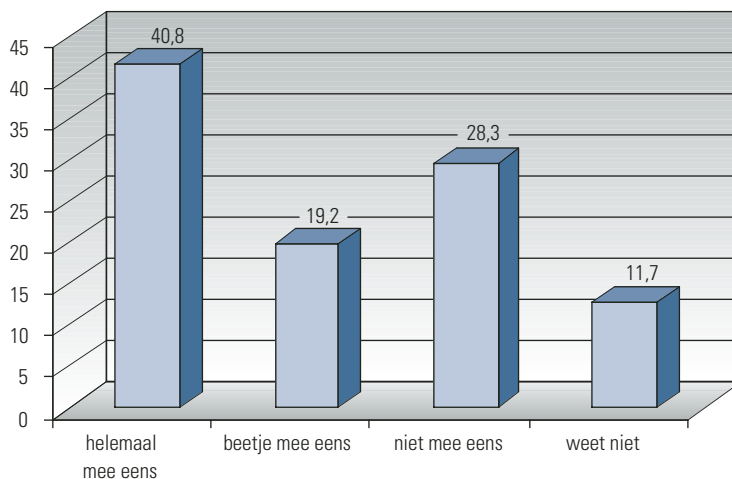
Dat de regels ten aanzien van de zorgplicht voor een algehele verbetering van de dienstverlening hebben gezorgd, stelt 40,8% van de geënquêteerde particuliere beleggers; 19,2% van de beleggers is het hier beperkt mee eens. Daartegenover is 28,3% van de beleggers van mening dat de dienstverlening in zijn algemeenheid verslechterd is (zie figuur 100). 86% van de beleggers is daarentegen van mening dat de zorgplichtregels de relatie met de bank niet minder persoonlijk hebben gemaakt (zie figuur 101).<sup>367</sup> Ook voelt de particuliere belegger zich in overgrote meerderheid (88,9%) niet belemmerd in zijn handelen door de regels ten aanzien van de zorgplicht.

### Het volgen van de modelportefeuille

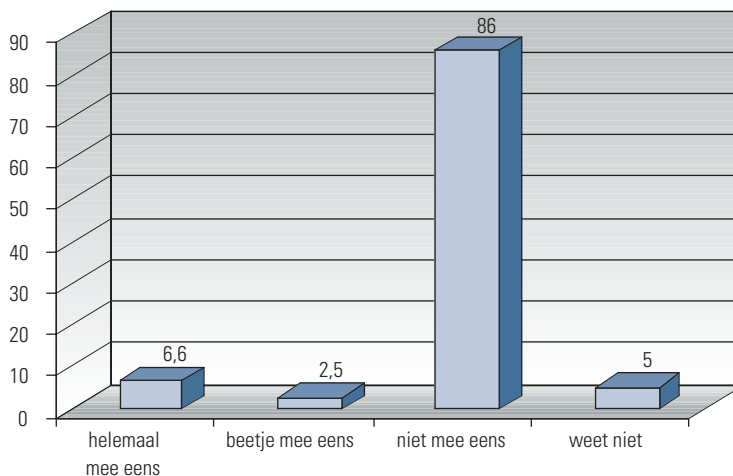
In toenemende mate voeren financiële instellingen een zogenaamde 'modelportefeuille'. Hierin worden beleggingen opgenomen die zij aanbevelen en (laten) analyseren door beleggingsanalisten. Zodoende wordt getracht de kwaliteit van de beleggingen te waarborgen en eventuele aansprakelijkheidsrisico's te beperken. In steeds meer gevallen wordt de particuliere belegger alleen nog geadviseerd te kiezen voor een modelportefeuille. De particuliere belegger is gevraagd in hoeverre een dergelijke modelportefeuille wordt geprefereerd boven een persoonlijk ingevulde portefeuille. 52,6% van de particuliere beleggers geeft de voorkeur aan een zelfstandig ingevulde effectenportefeuille, terwijl 24,4% een modelportefeuille prefereert. Dat een modelportefeuille wordt geprefereerd boven een eigen effectenportefeuille stelt 21% van de particuliere beleggers. Opvallend is dat 67,2% van

<sup>367</sup> Hierbij zij opgemerkt dat de term 'persoonlijk' multi-interpretabel is.

## 13 De gevolgen van de zorgplicht op de beleggingsadvisering: de particuliere beleggers



*Figuur 100: 'Zorgplicht heeft ervoor gezorgd dat de dienstverlening van de beleggingsadviseur verbeterd is' (volgens de particuliere beleggers, n=101, in %)*



*Figuur 101: 'De regels rondom de zorgplicht hebben mijn relatie met de bank minder persoonlijk gemaakt' (volgens de particuliere beleggers, n=103, in %)*

de particuliere beleggers met een effectenportefeuille  $\geq \text{€ } 100.000$  liever zelf diens portefeuille invult in plaats van een modelportefeuille te volgen. Dit is een significant verschil ten opzichte van beleggers met een portefeuille  $< \text{€ } 100.000$  (43,8% voor beleggers met een portefeuille tussen  $\text{€ } 50.000$  -  $\text{€ } 100.000$  en 50,9% voor beleggers met een portefeuille tussen de  $\text{€ } 10.000$  -  $\text{€ } 50.000$  en 51,5% van de beleggers met een portefeuille  $< \text{€ } 10.000$ ). Ook hoger opgeleide beleggers hebben over dit onderwerp een significant andere mening dan middelbaar en lager opgeleide beleggers. 59,3% van de hoger opgeleiden is van mening dat zij een modelportefeuille niet prefereren boven de eigen ingevulde effectenportefeuille tegen 41,3% van de middelbaar opgeleide beleggers en eveneens 41,3% van de laagopgeleide beleggers. Mannen (56%) zijn deze mening eveneens significant vaker toegedaan dan vrouwen (45,8%). Het is ook niet zeer verbazingwekkend dat defensieve beleggers significant vaker (30,8%) van mening zijn dat zij liever een modelportefeuille volgen dan speculatieve beleggers (7,8%) en de middenspeculatieve beleggers (20%). Met name de beleggers in beleggingsfondsen geven vaker de voorkeur aan het volgen van een modelportefeuille (33,1%) dan de beleggers die alleen in andere effecten beleggen (22,2%) en beleggers die in zowel beleggingsfondsen als andere effecten beleggen (21,4%).

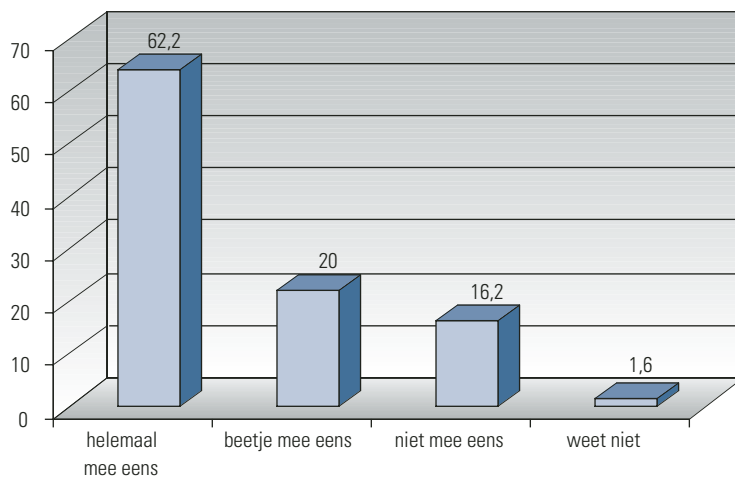
### **Aansprakelijkheidstelling van de financiële instelling door de particuliere beleggers**

Aan de particuliere belegger is gevraagd wie volgens hem verantwoordelijk is voor de resultaten van de beleggingen, indien deze gekocht zijn met behulp van een beleggingsadviseur. Zelf verantwoordelijk voelt zich 83,6% van de particuliere beleggers, beperkt zelf verantwoordelijk voelt 11,5% van de beleggers zich en 4,5% is van mening dat niet hijzelf maar de beleggingsadviseur verantwoordelijk is.<sup>368</sup> Op de stelling: 'Als een adviseur een forse fout maakt, dan zou ik in ieder geval onderzoeken of ik de instelling aansprakelijk kan stellen' is de reactie echter anders (zie figuur 102). 62,2% van de particuliere beleggers zou onderzoeken of de instelling aansprakelijk kan worden gesteld, 20% zal dit mogelijk doen en 16,2% zou dit niet doen. Minder actieve beleggers (zij die gemiddeld minder dan één transactie per jaar doen) zouden significant vaker onderzoeken of zij de financiële instelling aansprakelijk kunnen stellen (77,3%) ten opzichte van de wat actievare en zeer actieve beleggers ((2 tot 10 transacties per jaar (60%) en meer dan 11 transacties per jaar (46%)). Mogelijk dat de (zeer) actieve beleggers door hun ervaring met beleggen terughoudender zijn in het aansprakelijk stellen van de financiële instelling.

<sup>368</sup> Uit een onderzoek van The Financial Services Authority (2004) onder particuliere beleggers in het Verenigd Koninkrijk blijkt dat met name lager opgeleide beleggers hun financieel adviseur verantwoordelijk houden voor de juistheid van het advies en het aangeboden product.



## 13 De gevolgen van de zorgplicht op de beleggingsadvisering: de particuliere beleggers



*Figuur 102: 'Als een adviseur een forse fout maakt, dan zou ik in ieder geval onderzoeken of ik de instelling aansprakelijk kan stellen' (volgens de particuliere beleggers, n=247, in %)*

## 14 De gevolgen van de zorgplicht op de beleggingsadvisering: de beleggingsadviseurs en directieleden

### 14.1 Het effect van de zorgplicht op de adviespraktijk

Is er daadwerkelijk wat veranderd in de relatie tussen de beleggingsadviseur en de particuliere belegger? Uit het onderzoek komt een aantal aspecten naar voren dat volgens de directieleden en de beleggingsadviseurs van invloed is op de dienstverlening. Dit zijn:

- de toename van het claimgedrag;
- de juridisering van de dienstverlening;
- de kwaliteit van de dienstverlening;
- (veranderde) aansturing van de dienstverlening op basis van de zorgplicht;
- de werkdruk en de tijd voor cliëntencontact;
- de regels rondom de zorgplicht en de commerciële kansen.

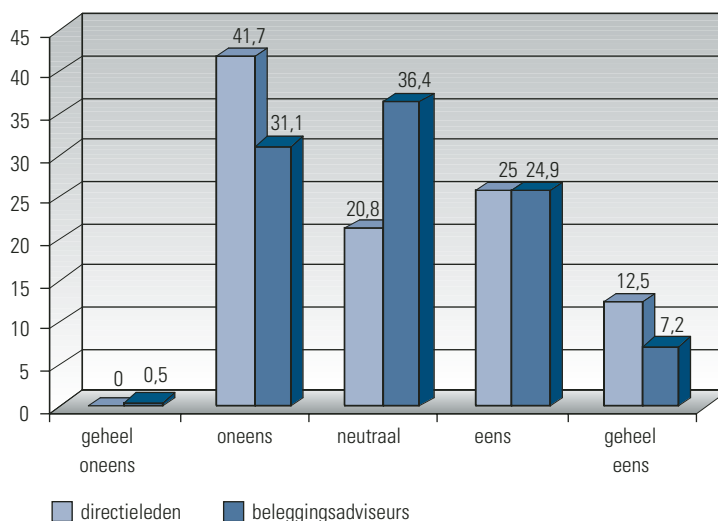
#### 14.1.1 De toename van het claimgedrag

Een veel gehoorde opmerking uit de financiële wereld is dat de relatie met cliënt verzakelijkt is en minder gebaseerd is op sociale cohesie.<sup>369</sup> Deze verzakelijking heeft met zich meegebracht dat de beleggingsadvisering met steeds zwaardere juridische eisen te maken krijgt. De verzakelijking blijkt onder andere uit de forse stijging van het aantal ingediende klachten tot het jaar 2003.<sup>370</sup> Dat het claimgedrag van de particuliere belegger is toegenomen, blijkt ook uit de reacties op de stelling: 'Zorgplicht zorgt ervoor dat de particuliere belegger sneller procedeert tegen de bank'. Een meerderheid van de directieleden (75%) én de beleggingsadviseurs (56,5%) zijn van mening dat de zorgplicht ervoor heeft gezorgd dat de particuliere belegger sneller procedeert tegen de financiële instelling. Toch kan hiermee niet gesteld worden dat er sprake is van een claimcultuur.

<sup>369</sup> Zie het kabinetsstandpunt over claimcultuur van 17 juni 1999.

<sup>370</sup> Zie jaarverslag DSI 2004, p. 9 e.v., waar te lezen is: "Werd in 2003 nog het recordaantal van 737 klachten ingediend, in 2004 was dat bijna de helft minder, namelijk 376 (zekere aandelenleaseproducten uitgesloten)."

Op de stelling: 'Als het gaat om beleggingsschade, is er in Nederland sprake van een claimcultuur' reageren de directieleden en de beleggingsadviseurs als volgt: 37,5% van de directieleden is het hiermee (geheel) eens, terwijl 41,7% het hiermee niet eens is en 20,8% neutraal is. Bij de beleggingsadviseurs zijn er onderling significante verschillen vastgesteld. Zo is 32,1% van de beleggingsadviseurs van mening dat er sprake is van een claimcultuur in Nederland. De beleggingsadviseurs van de middelgrote instellingen stellen dit significant vaker dan de beleggingsadviseurs van andere financiële instellingen. Daarentegen zijn het de beleggingsadviseurs van de grote instellingen die het significant vaker niet eens zijn met deze stelling. Gemiddeld is 31% van de beleggingsadviseurs het hiermee oneens. Tot slot heeft 36,4% van de beleggingsadviseurs een neutrale mening over dit vraagstuk (zie figuur 103).

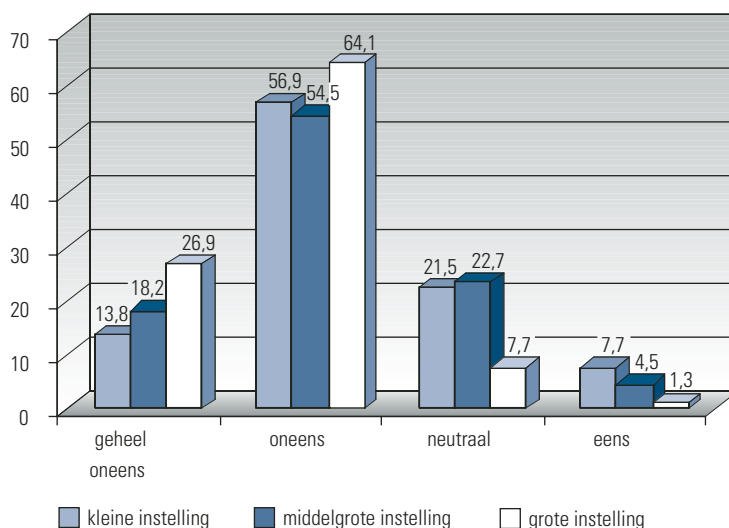


Figuur 103: 'Als het gaat om beleggingsschade, is er in Nederland sprake van een claimcultuur' (volgens de beleggingsadviseurs, in %)

Hoe staat de beleggingsadviseur tegenover de particuliere belegger? Is er door de toegenomen *Prozeßfreudigkeit* van de particuliere belegger een vertrouwenscrisis ontstaan tussen de beleggingsadviseur en de particuliere belegger? Indien op basis van de voorgaande vraagstelling al gesteld zou kunnen worden dat er sprake is van een vertrouwensbreuk, dan is deze beperkt. De directieleden en de beleggingsadviseurs is de volgende stelling voorgelegd: 'De gemiddelde particuliere belegger is niet betrouwbaar'. Van de beleggingsadviseurs is 79% het niet of in het geheel niet eens

## V De gevolgen van de zorgplicht op de beleggingsadvisering

met deze stelling. Slechts 4,3% van de beleggingsadviseurs en 4,2% van de directieleden is van mening dat de gemiddelde particuliere belegger niet betrouwbaar is. Terwijl 16,7% van de beleggingsadviseurs er een neutrale mening op na houdt.



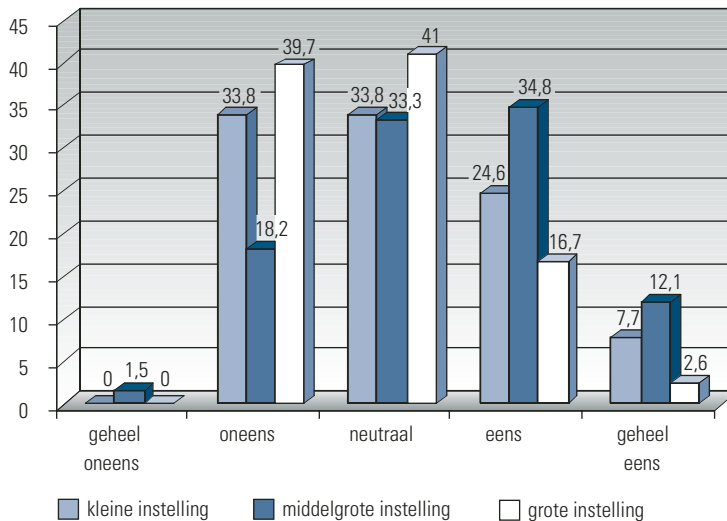
*Figuur 104: 'De gemiddelde particuliere belegger is niet betrouwbaar' (volgens de beleggingsadviseurs, in %)*

Zo positief als de beleggingsadviseurs nog zijn over de particuliere belegger, zo verdeeld zijn zij als gaat om de vraag of er in Nederland sprake is van een claimcultuur. De beleggingsadviseurs die werken bij de grote financiële instellingen, lijken het hier significant vaker mee oneens te zijn (39,7%) ten opzichte van de andere twee categorieën beleggingsadviseurs. Daarentegen zijn de beleggingsadviseurs die werken bij de middelgrote instellingen, het significant vaker eens met deze stelling ten opzichte van overige instellingen (34,8%) (zie figuur 105).

Er kan dus worden geconcludeerd dat het vertrouwen op intermenselijk niveau niet geschonden is. Terwijl een hoog percentage van de beleggingsadviseurs die werken bij een middelgrote instelling, van mening is dat er op macroniveau (de gemeenschap in het algemeen) een verharding heeft plaatsgevonden, door te stellen dat er sprake is van een claimcultuur in Nederland.<sup>371</sup>

<sup>371</sup> Dit lijkt in overeenstemming met de uitkomsten van de enquête onder 1.001 particuliere beleggers waaruit blijkt dat 62,2%, in het geval dat er een forse fout wordt gemaakt door de beleggingsadviseur, zou onderzoeken of de instelling aansprakelijk kan worden gesteld (zie hoofdstuk 13).

## 14 De gevolgen van de zorgplicht op de beleggingsadvisering: de beleggingsadviseurs en de directieleden



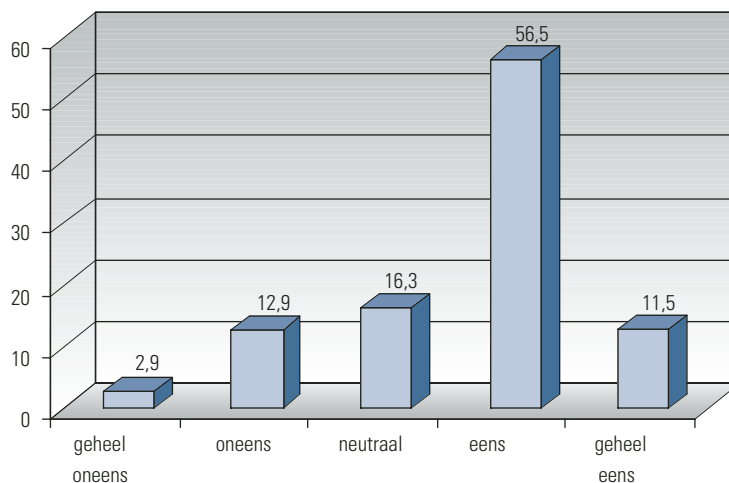
*Figuur 105: 'Als het gaat om beleggingsschade, is er in Nederland sprake van een claim-cultuur' (volgens de beleggingsadviseurs, in %)*

#### 14.1.2 De juridisering van de dienstverlening

Dat de overwegingen binnen het beleggingsadvies lang niet altijd economisch van aard meer zijn, maar steeds vaker juridisch, blijkt uit de antwoorden op de volgende meerkeuzevraag: 'Van welke beleggingscliënt zou u als eerste afscheid nemen?' Vervolgens werden vier antwoordmogelijkheden gegeven waaruit de beleggingsadviseurs en de directieleden konden kiezen. Een meerderheid van de directieleden (52%) is van mening dat dit de cliënt is die regelmatig buiten zijn risicoprofiel wil beleggen. Op de tweede plaats (32%) is dit volgens hen de cliënt die veel tijd kost en nooit adviezen opvolgt. De beleggingsadviseurs blijken in meerderheid als eerste afscheid te willen nemen van de cliënt die veel tijd kost (56,9%). Hier komt de cliënt die buiten zijn profiel wil beleggen, op een tweede plaats (39,2%).

Uit de antwoorden op de voorgaande vraag kan worden opgemaakt dat de directieleden en de beleggingsadviseurs zwaar tillen aan het volgen van het profiel. In welke omstandigheden heeft de (juridische) zorgplicht invloed op het beleggingsadvies? Op basis van vijf stellingen is getracht te achterhalen hoe de beleggingsadviseur de regels ervaart bij zijn advisering. Uit de antwoorden blijkt dat 68% van de beleggingsadviseurs stelt dat de regels rondom de zorgplicht een directe invloed hebben op de wijze waarop hij adviseert (zie figuur 106).

## V De gevolgen van de zorgplicht op de beleggingsadvisering



*Figuur 106: 'De regels rondom zorgplicht hebben een directe invloed op de wijze waarop ik adviseer' (volgens de beleggingsadviseurs, in %)*

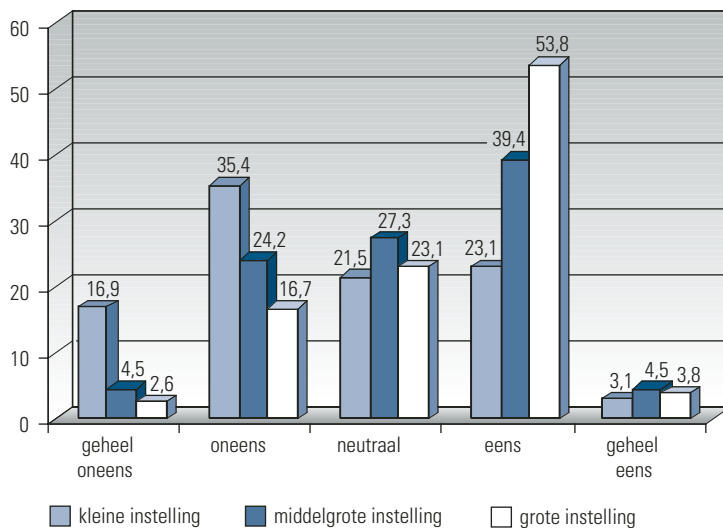
Aan welke aspecten refereert de beleggingsadviseur? Is hij bijvoorbeeld voorzichtiger gaan adviseren voor zijn cliënten? Dit blijkt maar beperkt het geval te zijn: 26,3% van de beleggingsadviseurs stelt dat hij, door de toegenomen aansprakelijkheid, aanzienlijk minder risico's is gaan nemen in zijn advisering. Daartegenover staat dat 42,1% stelt dat hij niet minder risico's is gaan nemen door de toegenomen aansprakelijkheid. Een neutrale mening houdt 31,6% erop na.

Toch is er een categorie beleggingsadviseurs die minder risico's neemt bij de advisering. Beleggingsadviseurs die werken voor een grote financiële instelling, stellen significant vaker (53,8%) dat zij liever *blue chips*<sup>372</sup> adviseren dan minder bekende aandelen. Vanwege de zorgplicht.<sup>373</sup> Dit tegen 39,4% van de adviseurs van de middelgrote en 23,1% van de kleine financiële instellingen. Juist deze laatste groep stelt significant vaker dan de andere beleggingsadviseurs dat zij in het geheel niet liever *blue chips* adviseert vanwege de zorgplicht (35,4% is het oneens en 16,9% is het geheel oneens). Daarbij is er nog een significant verschil geconstateerd tussen de beleggingsadviseurs die buiten de randstad werken, en degenen die in de randstad werken. De beleggingsadviseurs (54,9%) die buiten

<sup>372</sup> Aandelen van grote, sterke bedrijven (meestal multinationals) met een uitstekend *track record*. Veelal worden deze aandelen door een groot aantal analisten gevolgd.

<sup>373</sup> Het is overigens maar de vraag of de beleggingsadviseur voorzichtiger is gaan adviseren door de zorgplicht of dat hij voorzichtiger is gaan adviseren vanwege de potentiële claims tegen de bank of de berisping door zijn meerdere.

de randstad werken, stellen significant vaker dan de randstedelijke beleggingsadviseurs (32,5%) dat zij liever *blue chips* adviseren dan de minder bekende aandelen. Waarbij eerder is vastgesteld dat een meerderheid (59,5%) van de beleggingsadviseurs van mening is dat, nu zij maar een beperkt aantal fondsen mogen adviseren, dit de adviesvrijheid ernstig belemmert (zie figuur 107).



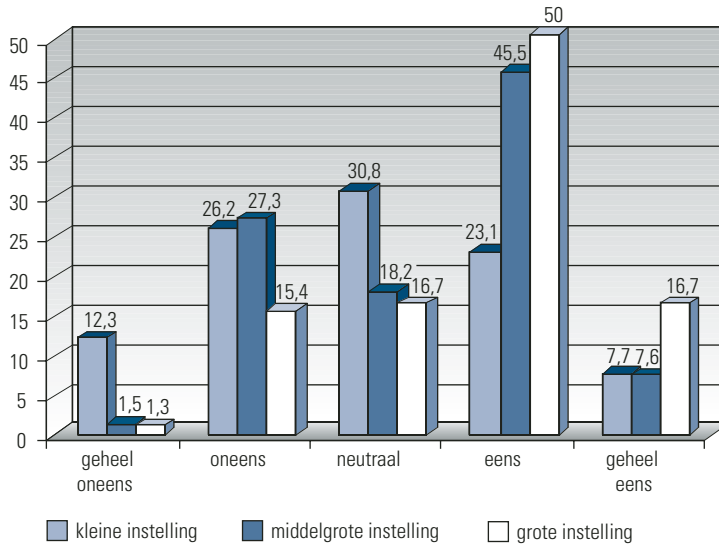
*Figuur 107: 'Ik adviseer vanwege de zorgplicht liever blue chips dan minder bekende aandelen' (volgens de beleggingsadviseurs, in %)*

Zijn de beleggingsadviseurs in het algemeen wel voorzichtiger geworden in hun advisering uit een zorg voor bijvoorbeeld juridische claims? Uit de reacties is geen eenduidige conclusie te trekken: gemiddeld is 40,2% van de beleggingsadviseurs het (geheel) eens met de stelling: 'Uit zorg voor claims ben ik voorzichtiger geworden in mijn advisering'. Gemiddeld is 34,9% van de adviseurs het (geheel) oneens met deze stelling en 24,7% houdt er een neutrale mening op na. Het is wel opmerkelijk dat de beleggingsadviseurs die buiten de randstad (46,3%) werken, het significant vaker dan de randstedelijke beroepsgenoten (28,3%) of degenen die in beide gebieden werken (16,7%), eens zijn met deze stelling. Een indicatie voor de voorzichtigheid is de wijze waarop de bewaking van de marginverplichting is doorgevoerd. Dat de regels van de marginbewaking strikt moeten worden doorgevoerd, stelt 80,9% van de beleggingsadviseurs. Ook het inwilligen van het verzoek van een goede cliënt, die al jaren zijn verplichtingen nakomt, hem twee weken de tijd te geven om de marginverplichtingen na te

## V De gevolgen van de zorgplicht op de beleggingsadvisering

komen, vindt geen begrip bij een overgrote meerderheid van de beleggingsadviseurs. Dit onder het motto: 'regels zijn regels'.

Een goede indicatie of de beleggingsadviseurs voorzichtiger zijn geworden in hun advisering is het antwoord op de vraag: 'Pensioenvermogen kan het beste defensief, zoveel mogelijk in obligaties, belegd worden'. Significant vaker reageren de beleggingsadviseurs van de grote instellingen positief (50% is het eens en 16,7% is het zeer eens). Adviseurs van de kleine instellingen zijn het in veel gevallen oneens met de collega's van de grote instellingen. In 30,8% van de gevallen houden de beleggingsadviseurs van een kleine instelling er een neutrale mening op na, terwijl 12,3% van de adviseurs het geheel oneens is met deze stelling. Beide percentages zijn significant (zie figuur 108).



Figuur 108: 'Het pensioenvermogen kan het beste defensief, zoveel mogelijk in obligaties, belegd worden' (volgens de beleggingsadviseurs, in %)

Het is duidelijk dat met name voor een bepaalde groep beleggingsadviseurs de zorgplicht van invloed is op de beleggingsadvisering. Zijn de regels en verplichtingen rondom de zorgplicht dan dé norm geworden voor de dienstverlening van de beleggingsadviseur in Nederland? Geven deze de kaders aan voor de verantwoordelijkheden van de beleggingsadviseur jegens de cliënt? Opmerkelijk is dat uit de interviews met de directieleden blijkt dat er veel behoefte is aan duidelijkheid rondom de regels, maar dat de beleggingsadviseur in een overgrote



meerderheid van de gevallen niet van mening is dat zijn verantwoordelijkheid stopt bij het volgen van de zorgplichtregels. Van de geënquêteerde beleggingsadviseurs is 77,5% het oneens met de stelling: 'Mijn verantwoordelijkheid als (senior) beleggingsadviseur gaat zover als de zorgplichtregels'. Hoe uit zich dat in de praktijk?

De beleggingsadviseurs zijn acht casus voorgelegd (zie bijlage 3). In twee casus (casus 1 en 3) worden situaties uit de praktijk verwoord waarbij de beleggingsadviseur is gevraagd welke betrokken partij formeel of moreel verantwoordelijk is voor de ontstane schade. In de andere casus zijn korte situaties beschreven en is gevraagd hoe de beleggingsadviseur in deze situaties zou handelen. Hieronder zijn casus 1 en 3 weergegeven:

*Casus 1:*

Frank Jansen is een nieuwe cliënt van beleggingsadviseur Rob Verbeek. Jansen heeft door de verkoop van zijn woning een aanzienlijk bedrag aan overwaarde beschikbaar. Over twee jaar moet hij weer over dit bedrag kunnen beschikken voor de bouw van een nieuwe woning. In het begin van de relatie wordt er op advies van Verbeek defensief belegd. Na verloop van tijd wordt Jansen echter agressiever in zijn beleggingsbeleid. Adviseur Verbeek waarschuwt Jansen aan de telefoon voor zijn risicovol beleggingsgedrag. Ondanks deze waarschuwing blijft Jansen bellen voor het opgeven van beursorders, welke adviseur Verbeek uitvoert. Na een half jaar is het vermogen volledig verloren.

*Casus 3:*

Marco Veenendaal is sinds kort een gewaardeerde adviescliënt van Judith Janszoon. Naast een privérekening houdt hij de rekening van zijn BV aan bij Judith. Zij weet dat dit vermogen bedoeld is als pensioenvoorziening. Janszoon stelt een profiel op van de cliënt en bespreekt dit met hem. Dit is een behoudend profiel, waarbij er overwegend in hoogwaardige obligaties wordt belegd. Na verloop van tijd krijgt Veenendaal de smaak te pakken en belt geregeld op om agressiever te beleggen. Het verlies loopt op.

## V De gevolgen van de zorgplicht op de beleggingsadvisering

Een meerderheid van de beleggingsadviseurs (52,2%) is bij casus 1 van mening dat zowel de adviseur als de cliënt formeel verantwoordelijk is. Moreel voelt de beleggingsadviseur dit overigens in mindere mate; 43,5% is van mening dat de cliënt eigenlijk zelf verantwoordelijk is. Bij casus 3 stelt 40,2% van de beleggingsadviseurs dat de betreffende beleggingsadviseur formeel verantwoordelijk is. Ook hier zijn de beleggingsadviseurs van mening dat de cliënt (moreel) een eigen verantwoordelijkheid heeft: 43,1% van de adviseurs stelt dat zowel de betreffende adviseur als de cliënt verantwoordelijk zijn. Op basis van deze resultaten kan worden gesteld dat de beleggingsadviseur zich geregeld zijn formele verantwoordelijkheid realiseert, maar deze slechts beperkt ook moreel ervaart.

Toch zijn er ook situaties te noemen waar de beleggingsadviseur bereid is verder te gaan dan zijn formele plicht. In de omstandigheid dat een cliënt recent een optie-overeenkomst heeft getekend en wat aarzelend zijn eerste optie-order doorbelt, zal 89% van de beleggingsadviseurs goed nagaan of de belegger de risico's van de transactie wel goed heeft begrepen. Het verantwoordelijkheidsbesef blijkt ook uit de reacties op de casus waarbij een cliënt, die al jarenlang optietransacties via de beleggingsadviseur laat uitvoeren, steeds complexere constructies doorbelt. De beleggingsadviseur weet in dit geval dat de onderneming van de betreffende cliënt slecht draait (zie casus 7, bijlage 3). Slechts 10,6% van de beleggingsadviseurs zal gewoon de orders blijven uitvoeren. De overgrote meerderheid van de beleggingsadviseurs (90%) zal juist het gesprek aangaan met deze cliënt en een oplossing trachten te vinden om zo de ingenomen posities te liquideren. Persisteert de cliënt vervolgens in zijn handelen, dan zal 83,3% het gesprek schriftelijk bevestigen en niet verder ingrijpen zolang er geen margintekort is.

### 14.1.3 De kwaliteit van de dienstverlening

Welke invloed heeft de regelgeving ten aanzien van de zorgplicht op de kwaliteit van de dienstverlening? Op enkele onderdelen verschillen de directieleden en de beleggingsadviseurs van mening. Op de stelling: 'Zorgplicht heeft ervoor gezorgd dat de dienstverlening van de beleggingsadviseur is verbeterd' reageert 25% van de directieleden (zeer) instemmend. Terwijl 57% van de beleggingsadviseurs het hier (zeer) mee eens is. De meerderheid van de directieleden houdt er een neutrale mening op na. Wordt er met deze verbetering direct gerefereerd aan de te verstrekken beleggingsadviezen? Hierover zijn de meningen van de directieleden en de beleggingsadviseurs verdeeld. Van de directieleden is 45,8% van mening dat de kwaliteit van het beleggingsadvies is verbeterd door de strengere regelgeving, 43% van de beleggingsadviseurs deelt deze mening. Daarbij is 16,7% van de directieleden neutraal tegen 22,5% van de beleggingsadviseurs.

Oneens met deze stelling is 37,5% van de directieleden en 34,5% van de beleggingsadviseurs.

Niet alleen het beleggingsadvies kan verbeterd zijn. Een ruime meerderheid van de directieleden en de beleggingsadviseurs is van mening dat bijvoorbeeld de cliëntendossiers nu beter onderhouden worden dan vroeger. Van de directieleden is 87,5% het (geheel) eens met de stelling: 'Cliëntendossiers worden de laatste jaren beter onderhouden dan voorheen'. Van de beleggingsadviseurs is gemiddeld 77,5% het eens en 22,5% het niet eens met deze stelling. Er zijn geen onderlinge significante verschillen vastgesteld op deze stelling.

#### 14.1.4 (Veranderde) aansturing van de dienstverlening op basis van de zorgplicht

Het is aannemelijk dat de nieuwe regels voor veranderingen hebben gezorgd binnen de effectendienstverlening. De directieleden is daarom gevraagd of, en zo ja welke, verandering er heeft plaatsgevonden in de wijze waarop zij hun effectendienstverlening inrichten als gevolg van de regelgeving ten aanzien van de zorgplicht. Gedurende de interviews is op drie onderdelen nader gesproken over de wijzigingen binnen de dienstverlening als gevolg van de zorgplicht. Deze onderdelen zijn:

- de inrichting van het beleggingsproces;
- de omgang met de cliënten;
- de omgang met de beleggingsadviseurs.

#### De inrichting van het beleggingsproces

Uit de vraaggesprekken blijkt dat de regelgeving nogal wat heeft veranderd binnen het beleggingsproces van de financiële instelling. Bij een overgroot gedeelte van de financiële instellingen wordt het beleggingsproces, na invoering van de regelgeving, strakker geregisseerd dan daarvoor het geval was. Een directeur van een kleine instelling stelt: "Het hobbyisme is er vanaf. De research moet strak gevolgd worden." Ook blijkt de *asset mix*<sup>374</sup> nadrukkelijker te zijn gereguleerd. Een directeur van een grote instelling: "Er was geen proces. Sindsdien zijn er modelportefeuilles ingesteld." Volgens een directeur van een kleine financiële instelling is het belangrijk dat de cliënt zich conformeert aan zijn beleggingsfilosofie (de 'Warren Buffett-methode', AL): "Het heeft geen zin voor ons om een klant aan te houden die niet in onze beleggingsmethodiek gelooft."

<sup>374</sup> Engelse term voor de opbouw van een beleggingsportefeuille in bijvoorbeeld aandelen, obligaties, opties en contant geld (Financieel Woordenboek, 2003: 32).

## V De gevolgen van de zorgplicht op de beleggingsadvisering

Veel directeuren geven aan dat zij bij het inrichten van het beleggingsproces voorzichtiger zijn geworden. Beleggingsmodellen moeten nadrukkelijker worden gevolgd door de beleggingsadviseurs. Ook het aanleggen en onderhouden van dossiers is belangrijker geworden. Er zijn nog enkele aspecten die een rol spelen bij het inrichten van het beleggingsproces waar volgens de directieleden op wordt gestuurd. Zo wordt de prestatie van de beleggingen van een cliënt, de *asset allocatie* binnen een portefeuille, het volgen van een *corelist* en de aard van de gedane transacties bezien. Daarnaast worden bij een aantal financiële instellingen de behaalde financiële ratio's op de cliëntportefeuilles gemeten. Een directielid van een kleine financiële instelling reageert als volgt op de vraag op welke onderdelen de dienstverlening wordt aangestuurd: "Ik meet de *performance* van de klanten, of zij goede resultaten behalen. Ook de portefeuilleopbouw zie ik regelmatig. Iedere ochtend krijg ik een lijst op mijn bureau met alle gedane transacties van de vorige dag en controleer deze." Overigens bleek later in het gesprek dat deze controle twee doelen heiligt: bezien of er niet te veel transacties werden gedaan per portefeuille én of er niet te weinig transacties werden gedaan per portefeuille. Er zijn slechts twee directeuren die van mening zijn dat er niets veranderd is aan het beleggingsproces door de zorgplicht.

### De omgang met de cliënten

Zonder uitzondering stellen de directieleden dat de relatie met de cliënt een sterk juridisch karakter heeft gekregen. Men spreekt van het 'gereserveerder omgaan met de cliënt' en 'het afstand creëren tussen klant en adviseur'. In de praktijk werkt een financiële instelling met *disclaimers*, worden gemaakte afspraken en afwijkingen van het standaardbeleid schriftelijk bevestigd, worden decharge-brieven verzonden en wordt de cliënt geregeld om informatie gevraagd (in het kader van het 'Ken Uw Cliënt'-beginsel). Ook wordt er bij veel financiële instellingen nadrukkelijk gestuurd op het aanwezig zijn van een risicoprofiel, het volgen van de intakeprocedure bij het aangaan van een nieuwe relatie, het voldoen aan het 'Ken Uw Cliënt'-beginsel, het ondertekenen van een optie- en futureovereenkomst en het aanwezig zijn van gespreksnotities. In een enkel geval wordt ook de contactfrequentie en de cliënttevredenheid gemeten.

De algemeen directeur van een kleine financiële instelling geeft in een uitvoerige uiteenzetting weer waarop hij zijn cliëntencontact stuurt: "Wij meten de tevredenheid van onze klanten. Ik stel dan de vraag: Komen wij onze afspraken na? Ook zie ik de *performance* van de klanten, die ik geregeld controleer. En tot slot toets ik het risicoprofiel aan de gedane transacties." Er is een directeur van een middelgrote financiële instelling die een specifieke cliëntgroep noemt

waar hij zich op richt als het gaat om de zorgplicht: “Het zijn met name pensioen-BV’s waar een en ander fout gaat, met name de risicoprofielen controleer ik hierbij.” Een lid van het managementteam van een *business unit* van een grote financiële instelling komt met zuiver juridische aspecten waarop hij zijn dienstverlening aanstuurt: “Zijn de handtekeningen geplaatst? Is het risicoprofiel juist opgesteld en wordt dit gevolgd? Daar stuur ik op en daar houden we ook geregeld audits op.” Een directeur van een andere grote instelling stelt: “Zijn er gespreksnotities, intakeformulieren en is eventueel het optiecontract getekend? Dat is voor mij relevant.”

### De omgang met de beleggingsadviseurs

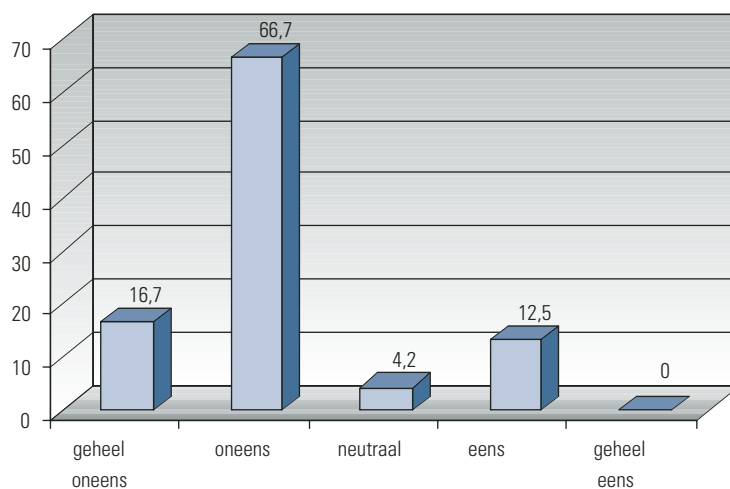
Zoals eerder genoemd onder ‘De inrichting van het beleggingsproces’, wordt het beleggingsproces bij nagenoeg alle financiële instellingen strakker geregisseerd. Dit blijkt ook implicaties te hebben voor de relatie tussen de beleggingsadviseur en de directie. ‘Controle’ blijkt het centrale thema te zijn in de relatie tussen de werkgever en de beleggingsadviseur. Een directeur van een middelgrote instelling noemt: “Meer aandacht dat klant je vijand kan worden. En bovenal ben ik kritischer geworden naar de adviseur.” Een directeur van een andere middelgrote instelling zegt: “Lijnen zijn strakker aangetrokken en ik ben wat vaker boeman hier.” Een vergelijkbare uitspraak doet een directeur van een kleine instelling: “De directie is steeds meer een *compliance officer*, hetgeen de relatie tussen directie en adviseur beslist verslechtert.” Het steeds vaker controleren betekent bij een kleine instelling dat het gehele intakeproces en het invullen van de effectenportefeuille door een directielid wordt gezien op onjuistheden. Alhoewel er gesteld wordt dat er meer gecontroleerd wordt, blijkt ook dat de directies steeds frequenter de dialoog opzoeken met hun medewerkers. Een directeur van een kleine instelling: “Ik praat mensen duidelijk bij over claims en hierop spreek ik mijn mensen aan.” Een andere directeur: “Ik moet meer tijd investeren in de omgang met de adviseurs en moet hen meer uitleggen.”

De regelgeving rondom de zorgplicht blijkt dus in toenemende mate de kwaliteit van de handelingen van de beleggingsadviseur te normeren. Zo zou kunnen worden verondersteld dat verantwoordelijk handelen kan worden afgemeten aan de mate waarin aan de zorgplicht is voldaan.<sup>375</sup> In ieder geval creëert dit duidelijkheid en maakt dit het aansturen van de medewerkers overzichtelijk. Met name in het geval er sprake is van een beleggingsadvies. Dit betreft een dienst

<sup>375</sup> Daarbij is geconstateerd dat het voldoen aan de zorgplicht slechts bij enkele financiële instellingen onderdeel is van de prestatie-indicatoren waarop de prestatiegerichte beloning wordt gebaseerd.

## V De gevolgen van de zorgplicht op de beleggingsadvisering

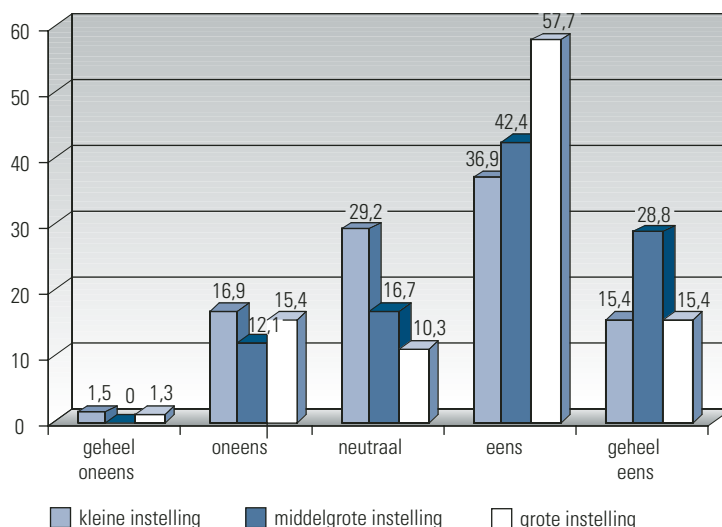
waarbij de verantwoordelijkheden met de cliënt worden gedeeld en er een sterk grijs gebied is waar de verantwoordelijkheden van de cliënt en de instelling elkaar kunnen overlappen. Een standpunt over deze grijze gebieden in de verantwoordelijkheid is dat een verstrekt beleggingsadvies altijd vrijblijvend is (de cliënt kan immers anders beslissen) en daarom de beleggingsadviseur vrijwaart van zijn verantwoordelijkheid. De verantwoordelijkheid voor het accepteren van een advies ligt dan a priori bij de cliënt. Wordt dit standpunt aan de directieleden voorgelegd, dan is men hierover duidelijk: 95,8% van de directieleden is van mening dat een beleggingsadvies niet vrijblijvend is en derhalve de beleggingsadviseur niet vrijwaart. De overige directieleden zijn neutraal over deze kwestie. Zijn de directieleden überhaupt van mening dat de verantwoordelijkheid van de beleggingsadviseur gekaderd wordt door de zorgplichtregels? Duidelijk is dat de directieleden van mening zijn dat de verantwoordelijkheden van de beleggingsadviseur verder gaan dan de zorgplichtregels. Gemiddeld is 83,4% van de directieleden het (geheel) oneens met de stelling: 'De verantwoordelijkheid van de beleggingsadviseur gaat zover als de zorgplichtregels'. Van de directieleden is 4,2% neutraal en is 12,5% het eens met deze stelling (zie figuur 109).



*Figuur 109: 'De verantwoordelijkheid van de beleggingsadviseur gaat zover als de zorgplichtregels' (volgens de directieleden, in %)*

#### 14.1.5 De werkdruk en de tijd voor cliëntencontact

Volgens de beleggingsadviseurs hebben de regels rondom de zorgplicht ook nadelige gevolgen voor henzelf. Zo is 66% van de beleggingsadviseurs van mening dat hun werkdruk is toegenomen door de zorgplichtregels. Met name de beleggingsadviseurs van middelgrote en grote instellingen stellen dit (significantie is vastgesteld bij beleggingsadviseurs van grote instellingen die het vaker 'eens' zijn met deze stelling, én bij beleggingsadviseurs van middelgrote instellingen die het hiermee vaker 'geheel eens' zijn). En wat vinden de beleggingsadviseurs van de kleine instellingen? Deze zijn significant vaker dan de andere beleggingsadviseurs neutraal (29,2%) in hun mening. Van alle beleggingsadviseurs is 15,8% het (geheel) oneens met de opmerking dat de werkdruk is toegenomen door de regels rondom de zorgplicht (zie figuur 110).



Figuur 110: 'Mijn werkdruk is door de regels rondom zorgplicht toegenomen' (volgens de beleggingsadviseurs, in %)

Op de stelling 'De zorgplicht heeft ervoor gezorgd dat ik meer tijd heb voor mijn cliënten' reageert dan ook 83,7% van de gemiddelde beleggingsadviseurs negatief. Slechts 2,9% van de beleggingsadviseurs is van mening dat de zorgplicht ervoor heeft gezorgd dat er meer tijd is gekomen voor de cliënten. De overige beleggingsadviseurs hadden geen mening.

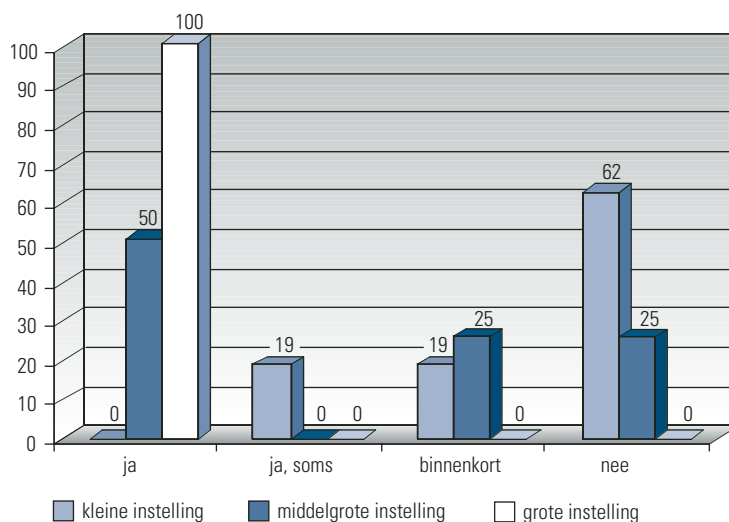
#### 14.1.6 De regels rondom de zorgplicht en de commerciële kansen

Overigens kent het aanpassen van de dienstverlening als gevolg van de regelgeving niet alleen verplichtingen. Diverse financiële instellingen grijpen de verplichtingen aan om meer inzicht te krijgen in de financiële huishouding van hun cliënten. Er is gevraagd of de informatie verkregen uit het voldoen aan het 'Ken Uw Cliënt'-beginsel, zoals persoonlijke financiële informatie, ook voor andere commerciële doeleinden gebruikt wordt. Uit de antwoorden blijkt dat de grote financiële instellingen deze informatie gebruiken voor andere doeleinden dan alleen het vaststellen van het cliënten- en/of risicoprofiel. Sterker, zij verwachten van hun medewerkers dat deze informatie commercieel wordt ingezet. Aangenomen mag worden dat deze informatie voornamelijk binnen de instelling zelf wordt gebruikt, daar alle betrokken grote financiële instellingen over zowel een eigen hypotheekbedrijf, verzekeringsbedrijf als betaalbedrijf beschikken. Anders is het bij de middelgrote financiële instellingen. Hier geeft de helft van de directieleden aan de verkregen informatie voor andere commerciële doeleinden te gebruiken. Een directeur van een middelgrote instelling die nu de informatie nog niet gebruikt, geeft aan te overwegen dit binnenkort wel te gaan doen. Uit de interviews blijkt dat geen van de directieleden van de kleine financiële instellingen de van de cliënt verkregen informatie standaard voor andere commerciële doeleinden gebruikt. 19% van deze directieleden stelt dat de informatie soms gebruikt wordt, terwijl 62% van de directieleden van de kleine instellingen zegt de informatie niet te gebruiken. De overige 19% denkt erover de informatie commercieel te gaan gebruiken. Een logische verklaring voor het feit dat kleine instellingen de uit het 'Ken Uw Cliënt'-beginsel verkregen informatie niet gebruiken, zou kunnen zijn dat het niet tot de kernactiviteit van deze kleine instellingen behoort om andere diensten dan beleggingsdiensten aan te bieden aan particulieren (zie figuur 111).

Volgens een meerderheid van de beleggingsadviseurs is, door het gebruik van de cliënten- en/of risicoprofielen en de intakeformulieren, de kennis over de cliënten toegenomen. Dit stelt 65,3% van de beleggingsadviseurs, 18,2% deelt deze mening niet en 16,7% is neutraal. Wordt er binnen het onderzoek de vraag gesteld of de verplichting om een profiel op te stellen, ervoor zorgt dat er meer kennis komt over de persoonlijke omstandigheden van de cliënt, dan neemt het enthousiasme duidelijk af tot 50,2% van de adviseurs die het hiermee eens is.



## 14 De gevolgen van de zorgplicht op de beleggingsadvisering: de beleggingsadviseurs en de directieleden



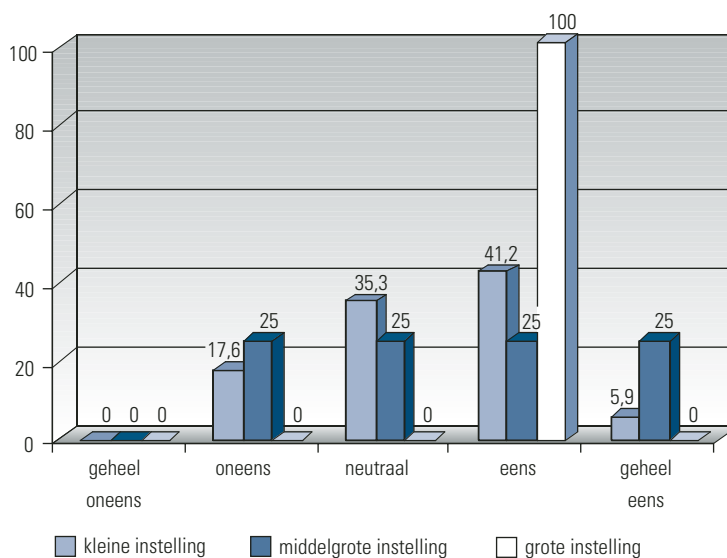
*Figuur 111: 'Worden gegevens die verkregen zijn in het kader van het 'Ken Uw Cliënt'-begin-sel, gebruikt voor commerciële activiteiten?' (volgens de directieleden, in %)*

Neutraal is 22,5% en (ronduit) negatief is 27,3% van de beleggingsadviseurs. Hieruit zou kunnen worden geconcludeerd dat de beleggingsadviseurs wat meer heil zien in de intakeprocedure dan in het opstellen van een risicoprofiel als het gaat om het verkrijgen van meer informatie van de cliënt.<sup>376</sup>

Een kleine meerderheid (54,1%) van de directieleden is van mening dat het gebruik van de profielen en de intakeformulieren hun mensen meer commerciële kansen zou moeten bieden. Hierbij valt op dat directieleden van grote instellingen unaniem zijn in hun positieve houding over de commerciële kansen van het risicoprofiel en het intakeformulier. Negatief over de commerciële kansen is slechts 16,7% van de directieleden. Neutraal is gemiddeld 29,2% (zie figuur 112).

<sup>376</sup> Dit komt overeen met de methodiek waarop een intakeprocedure en het opstellen van het cliënten- en/of risicoprofiel verloopt. Veelal wordt de informatie verkregen uit de intakeprocedure ingezet om (mede) het profiel vast te stellen.

## V De gevolgen van de zorgplicht op de beleggingsadvisering



*Figuur 112: 'Het gebruik van risicoprofielen en intakeformulieren geeft mijn mensen meer commerciële kansen' (volgens de directieleden, in %)*

De opvatting dat beleggingen aangehouden bij derden moeten worden betrokken in de advisering, wordt door directieleden en beleggingsadviseurs van bepaalde categorieën instellingen niet eensgezind gedeeld. Zo stelt slechts 10,3% van de beleggingsadviseurs die werken bij een grote instelling, dat de beleggingen aangehouden bij derden niet meegenomen zouden moeten worden in de advisering, terwijl hun directieleden hierover aanmerkelijk negatiever zijn (66,7%). Met andere woorden: de beleggingsadviseurs van grote instellingen zijn in meerderheid bereid om beleggingen aangehouden bij derden, mee te wegen in het beleggingsadvies, terwijl hun directieleden dit niet wensen.

Er zijn de directieleden twee stellingen voorgelegd om als het ware 'de temperatuur van het badwater te meten' aangaande de kosten van de dienstverlening. Doel is na te gaan hoe de directieleden momenteel omgaan met de toegenomen claims en welke rol deze claims spelen in hun dienstverlening. Daarbij is bewust onderscheid gemaakt tussen de zuiver juridische risico's en de economische risico's. Het is mogelijk dat een directeur een claim anders ervaart indien de instelling waarvoor hij werkt, weliswaar vaak aansprakelijk wordt gehouden, maar zelden de schade hoeft te vergoeden, ten opzichte van die gevallen waarbij een instelling vaak aansprakelijk wordt gesteld én vaak de schade moet vergoeden.

De eerste stelling is: 'De juridische risico's worden voor mij als werkgever te groot om beleggingsadvies in de huidige opzet te handhaven'. Zes van de negentien directieleden die deze vraag hebben beantwoord, zijn het eens met deze stelling. Zij die het oneens zijn, stellen dat de juridische risico's beheerst blijven, doordat zij duidelijke keuzen maken. Deze keuzen hebben betrekking op het type cliënt waarop zij zich richten, de gekozen dienst of de soort beleggingsproducten die zij voeren. Een lid van de raad van bestuur van een middelgrote instelling ziet juist mogelijkheden in de huidige vorm van beleggingsadvisering: "Ik ben het oneens met deze stelling. Het is voor een kleine bank juist aantrekkelijker geworden ten opzichte van de grootbanken. Die stikken praktisch in hun regeltjes." De zes directieleden die het eens waren met deze stelling, stellen dat zij alleen nog bezig lijken te zijn met het beheersen van risico's. Ook de angst dat er grote claims komen, bedreigt volgens hen beleggingsadvies in de huidige opzet. Een directeur van een grote financiële instelling verwoordt het als volgt: "Ondanks de professionalisering door de zorgplicht blijven de risico's hoog. Zo is daar de kans op toekomstige *opportunity claims* door de maatregelen die je nu treft."

De tweede stelling die de directieleden is voorgelegd, luidt: 'De economische risico's worden voor mij als werkgever te groot om het beleggingsadvies in de huidige opzet te handhaven'. Waren de reacties op de eerste stelling in meerderheid nog negatief, bij deze stelling is het beeld anders. Dertien van de negentien directieleden zijn het eens met deze stelling. Men spreekt over hoge veroordelingen tot schadevergoeding en te lage opbrengsten bij de huidige vorm van beleggingsadvisering. Enkele reacties van directieleden spreken boekdelen. Een directeur van een kleine instelling: "Ik ben het eens met deze stelling. Ik heb liever beheerklanten dan adviesklanten. Meer opbrengsten, minder risico's. Maar mijn adviesklanten betalen nu een adviesfee." Een directeur van een andere kleine instelling: "Binnen twee jaar moet ik meer verdiend hebben, anders stop ik ermee" en "Er hoeft maar één flinke claim te komen en deze blaast de onderneming op." Volgens een directeur van een kleine financiële instelling zijn de economische risico's groot, hij noemt het: "een constant zwaard van Damocles dat boven ons hangt." Een directielid van een middelgrote financiële instelling benoemt naast het probleem ook een oplossing: "Ik denk dat het economisch steeds moeilijker wordt om beleggingsadvies in de huidige vorm te handhaven. De risico's worden groter. Kleine beleggingsklanten moeten maar via ICT bediend gaan worden." Ook een directeur van een grote financiële instelling is het eens met de stelling: "De economische risico's blijven groot. Claims zijn hoog en steeds moeilijker terug te verdienen."

Slechts een handjevol directieleden is het oneens met de laatste stelling. Een directeur van een kleine instelling stelt wel een voorwaarde aan zijn afwijzing: "Ik ben het niet eens met deze stelling. Niet zolang beleggingsadvies een opstap is die leidt tot discretionair vermogensbeheer. Anders is het economisch op zichzelf niet rendabel." Een lid van de raad van bestuur van een middelgrote financiële instelling die de eerste stelling niet deelde, is het ook niet eens met de laatste stelling: "Ik deel ook deze stelling niet. Er is veel geld te verdienen aan beleggingsadvies, denk ik."

## 14.2 De toekomst van de beleggingsadviseur: de visie van directies en beleggingsadviseurs

Hoe ziet de toekomst van de beleggingsadviseur eruit? Zal hij dezelfde rol blijven vervullen binnen de financiële sector? Zal een gedeelte van de particuliere beleggers hem nog steeds consulteren alvorens een beleggingstransactie te doen? Deze vraag is eerst voorgelegd aan de directieleden.

### De directieleden van de kleine instellingen

Bij de kleine financiële instellingen overheerst over het algemeen optimisme. Een meerderheid van deze directieleden ziet wel degelijk een toekomst voor de beleggingsadviseur. Wel stelt een meerderheid dat de beleggingsadviseur een andere taak zal krijgen dan deze nu uitoefent. Zo wordt driemaal gesteld dat de beleggingsadviseur 'een vertrouwenspersoon' moet worden van de particuliere belegger. Twee keer wordt 'relatiebeheerder' genoemd en eenmaal wordt 'het worden van een coach' en 'portefeuille-beoordelaar' genoemd. Toch lijkt het niet eenvoudig om duidelijke prestatie-indicatoren aan deze nieuwe taak mee te geven. Geen enkel directielid komt met concrete voorbeelden hoe de beleggingsadviseur bijvoorbeeld zich meer als 'een vertrouwenspersoon' of als 'een relatiemanager' moet opstellen. Twee directieleden van kleine instellingen stellen dat de beleggingsadviseur breder zal moeten gaan adviseren. Hiermee doelen zij op de verkoop van overige bancaire producten, zoals hypothecaire geldleningen, verzekeringen.<sup>377</sup> Eén directeur noemt de nieuwe taakomschrijving van de beleggingsadviseur: "het zijn van een financieel planner."

<sup>377</sup> Zie in dit verband het rapport Commissie Modernisering beleggingsinstellingen, december 2004, p. 9, waarin zij stelt: "De beheerder maakt veelal deel uit van een groep van financiële ondernemingen (...). De uitvoering en prijsvorming van deze gelieerde diensten kunnen op gespannen voet staan met het belang van beleggers in de beleggingsinstelling."

Vier directieleden van kleine financiële instellingen zijn van mening dat de beleggingsadviseur, zoals deze nu opereert, geen bestaansrecht heeft. Zij voeren als argument aan dat er een segregatie zal optreden binnen de beleggingsmarkt voor particuliere beleggers. Enerzijds zal de particuliere belegger kunnen kiezen voor het zelfstandig uitvoeren van beursorders, anderzijds kan deze beleggen in beleggingsfondsen of zogenaamde *funds-of-funds*.<sup>378</sup> Een directeur zegt op deze vraag: “De beleggingsadviseur zal meer en meer een sparringpartner worden die de persoonlijke situatie van de klant kent. De relatiemanager zal dan ook blijven bestaan. De belegger zal wel meer *online* willen beleggen, maar persoonlijk contact wel op prijs blijven stellen.” Eén directielid gelooft volstrekt niet meer in het persoonlijk advies. Hij stelt: “De beleggingsadviseur bestaat spoedig niet meer: of de belegger gaat in beleggingsfondsen of gaat het zelf doen. Advies zal alleen nog gegeven worden indien het volledig geautomatiseerd is om zo de risico’s voor de instellingen te beperken!”

### De directieleden van de middelgrote instellingen

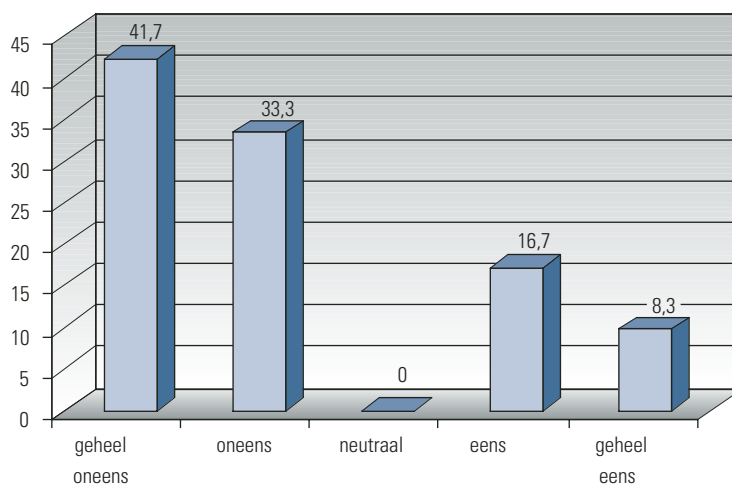
De directieleden van de middelgrote financiële instellingen geloven in het bestaansrecht van de beleggingsadviseur. Een directeur meent dat het vak van beleggingsadviseur geherwaardeerd zal worden. Hij antwoordt: “Het vak van beleggingsadviseur zal geherwaardeerd worden. Wel op voorwaarde dat deze meer maatwerk zal gaan leveren en zich meer zal bezighouden met structureren in plaats van *stockbroking*.” Twee van de vier directieleden stellen dat met name de grote financiële instellingen steeds minder individueel beleggingsadvies kunnen aanbieden. Volgens hen zal het leveren van maatwerk steeds belangrijker worden. Dit kan volgens hen alleen indien er sprake is van persoonlijk contact. Eenmaal wordt door een directielid gesteld dat de beleggingsadviseur meer een financieel planner zal worden. Opmerkelijk is de reactie van één van de directieleden van een middelgrote instelling die stelt dat grootbanken het moeilijk gaan krijgen met de zorgplicht: “De beleggingsadviseur zal nog steeds bestaan. De klant wil *feed back* op zijn handelen krijgen. Als het gaat om de eisen van de zorgplicht, deze zullen zonder meer afnemen zodra de financiële markten weer aantrekken. Met name grootbanken gaan te ver in de zorgplicht. Bij een beurs-hausse zal ook hier een versoepeling van de zorgplicht optreden.”

<sup>378</sup> In een ‘fund of funds’, ook wel ‘multi managers fund’ genaamd, wordt niet in individuele effecten belegd, maar worden deelnemingsrechten in andere beleggingsinstellingen gekocht. Hiermee wordt geprobeerd de toegankelijkheid van bepaalde beleggingscategorieën te vergroten (bron: Zicht op beleggingsinstellingen, AFM, april 2004).

### De directieleden van de grote instellingen

Een meerderheid van de directieleden van de grote financiële instellingen is van mening dat de rol van de beleggingsadviseur zal wijzigen. Het ‘breder moeten adviseren’ en ‘meer productgedreven verkopen’ worden als wijzigingen opgevoerd. Een directielid van een *business unit*: “De beleggingsadviseur blijft een vertrouwenspersoon, maar zal steeds meer innovatieve beleggingsproducten gaan aanbieden bij ons.” Een directeur gelooft dat het aantal beleggingsadviseurs fors zal afnemen en ziet ook diens taak veranderen: “Ach, de beleggingsadviseur kan de vertaalslag naar beleggen voor de klant het beste maken, maar er zal steeds minder individueel beleggingsadvies gegeven gaan worden. Het wordt of ‘doe-het-zelf’ of beleggingsfondsen.”

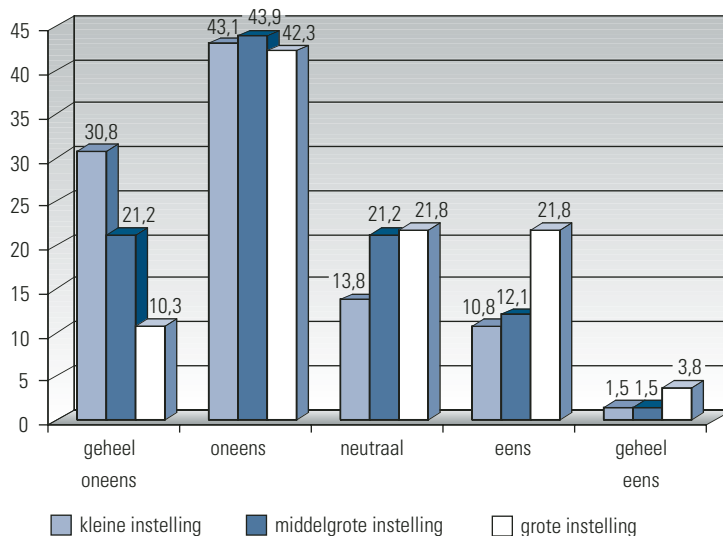
Als onderdeel van dit onderwerp is aan alle directieleden een aantal stellingen voorgelegd. Een van de stellingen was: ‘Over tien jaar bestaat de beleggingsadviseur niet meer’. Uit de reacties blijkt eveneens dat deze mening maar beperkt wordt gedeeld door de directieleden. Van de directieleden van de kleine instellingen deelt 70,6% deze mening niet. Directieleden van de middelgrote instellingen zijn zelfs nog positiever: 100% deelt deze mening (in het geheel) niet. Bij de grote financiële instellingen zijn de directieleden eveneens positief ingesteld, 66,6% van hen deelt de mening niet. De gemiddelden zijn in figuur 113 weergegeven (onderlinge significante verschillen zijn er niet vastgesteld).



Figuur 113: ‘Over 10 jaar bestaat de beleggingsadviseur niet meer’ (volgens de directieleden, in %)

### De beleggingsadviseurs

Bij de beleggingsadviseurs zijn er significante verschillen vastgesteld tussen de verschillende categorieën instellingen bij het analyseren van de reacties op de stelling: 'Over 10 jaar bestaat de beleggingsadviseur niet meer'. De beleggingsadviseurs die bij een kleine instelling werken, zijn het meest stellig in hun mening; 30,8% van hen stelt dat zij het geheel oneens zijn met de stelling. Dit is significant vaker dan de beleggingsadviseurs van de middelgrote en de grote instellingen (zie figuur 114).



*Figuur 114: 'Over 10 jaar bestaat de beleggingsadviseur niet meer' (volgens de beleggingsadviseurs, in %)*

Gemiddeld zijn 20,1% van de beleggingsadviseurs het geheel oneens en 43% het oneens met deze stelling. Daarbij is 19,1% neutraal over deze stelling. Echter, 21,8% van de beleggingsadviseurs die voor een grote instelling werken, is het eens met deze stelling, hetgeen significant hoger is dan de overigen. Gemiddeld stelt 15,3% van de beleggingsadviseurs dat zij het eens zijn en 2,4% dat zij het geheel eens zijn met deze stelling.

Voorts is de huidige arbeidsvreugde van de beleggingsadviseur kort onderzocht. Een meerderheid van de beleggingsadviseurs geeft aan dat deze voldoende (56,5%) tot hoog (26,3%) is. De adviseurs die werkzaam zijn bij een kleine financiële instelling, wijken in positieve zin significant af van de collega's van de mid-

## V De gevolgen van de zorgplicht op de beleggingsadvisering

delgrote en grote instellingen als het gaat om de arbeidsvreugde. Het blijkt dat bij de beleggingsadviseurs van kleine instellingen de arbeidsvreugde significant hoger is (43,1%) dan bij beleggingsadviseurs die bij middelgrote en grote instellingen werken (respectievelijk 24,2% en 14,1%).



## VI Concluderende beschouwingen en aanbevelingen

## 15 Concluderende beschouwingen

Er zijn in § 1.3 vijf subvragen gedefinieerd om tot de beantwoording van de centrale vraag te komen. In dit hoofdstuk zullen per subvraag de conclusies van dit onderzoek behandeld worden.

1. Welke ontwikkelingen zijn zichtbaar in het klaaggedrag van de particuliere beleggers ten aanzien van de Nederlandse beleggingsadvisering op basis van de door de Klachtencommissie DSI (en voorgangsters daarvan) behandelde klachten?

In de eerste onderzoeksjaren waren bij beleggingsadvisering met name de operationele aspecten nog onderdeel van een klacht. Dit is veranderd. In toenemende mate hebben klachten over beleggingsadvisering betrekking op beleggingstechnische en communicatieve aspecten. Het beleggingstechnische aspect is enerzijds te verklaren doordat veel particuliere beleggers teleurgesteld zijn in de (te rooskleurig voorgespiegelde) beleggingsrendementen, anderzijds doordat er in de jurisprudentie (juridische) regels zijn gedictieerd waaraan de beleggingsdeskundige zich dient te houden. Voldoen de aangepane beleggingen niet aan deze regels en is er schade ontstaan, dan bestaat de kans dat de particuliere belegger zich beroept op het verzaken van de zorgplicht door de financiële instelling.

Dat er vaker wordt geklaagd over de communicatie ligt aan het feit dat de communicatie tussen de particuliere belegger en de beleggingsadviseur is geïntensiveerd. De regelgeving verplicht de beleggingsadviseur onderzoek te verrichten naar de (financiële) achtergronden van zijn cliënten (het 'Ken Uw Cliënt'-beginsel). Hier bevindt zich, als het gaat om het voeren van juridische procedures, de achilleshiel van de effectendienstverlening voor particuliere beleggers. Aangezien de zorgplicht op diverse onderdelen als een open norm wordt beschouwd die de financiële sector zelf dient in te vullen, kan de particuliere

belegger relatief eenvoudig stellen dat de financiële instelling onvoldoende onderzoek heeft verricht naar zijn (financiële) achtergrond, waardoor het verstrekte beleggingsadvies onvoldoende afgestemd zou zijn op zijn financiële situatie. Het voldoen aan het 'Ken Uw Cliënt'-beginsel zorgt dan ook met name bij beleggingsadvisering vaak voor problemen. Zo komt het voor dat de particuliere belegger vaak weigert informatie te verstrekken over zijn persoonlijke (financiële) situatie, waardoor het afstemmen van het advies op de persoonlijke financiële omstandigheden problematisch kan zijn. Tevens neemt het aantal klachten over het onjuist gebruik van het cliënten- en/of risicoprofiel bij beleggingsadvies gedurende de onderzoeksjaren aanzienlijk toe. Met name particuliere beleggers die gebruik maken van beleggingsadvies bij een grote financiële instelling, dienden hier vaker dan bij de andere categorieën financiële instellingen een klacht over in. Bij het vermeend onjuist gebruik van het cliënten- en/of risicoprofiel past eveneens het aanzienlijk toegenomen aantal klachten over het pensioenaspect. Bij dit aspect wordt door de particuliere belegger gesteld dat het belegde kapitaal bedoeld is als pensioenvoorziening. Ook hierbij spant beleggingsadvisering de kroon als het gaat om het aantal ingediende klachten. De toewijzing van het beroep op het pensioenaspect door de Klachtencommissie DSI is echter bij vermogensbeheer aanmerkelijk hoger dan bij beleggingsadvisering. Hetgeen mede te verklaren is door de eigen verantwoordelijkheid van de particuliere belegger die kenmerkend is voor beleggingsadvisering. Het is eveneens mogelijk dat het pensioenaspect zorgvuldiger is vastgelegd in vermogensbeheerovereenkomsten en hierop derhalve eenvoudiger een beroep kan worden gedaan in het geval er binnen het beheer geen rekening wordt gehouden met dit aspect.

Als gevolg van de verplichting om een cliëntenprofiel op te maken, wordt er door de particuliere belegger in toenemende mate een beroep gedaan op de kennis- en/of ervaringsasymmetrie. Dit komt bijvoorbeeld nadrukkelijk naar voren bij klachten over de handel in derivaten. Is het aantal klachten over de handel in derivaten bij *execution-only* en vermogensbeheer gedurende de laatste onderzoeksjaren aanzienlijk gedaald, bij beleggingsadvisering is dit redelijk stabiel gebleven. De particuliere belegger die gebruik maakt van beleggingsadvisering, doet daarbij vaak een beroep op een gebrek aan kennis van en/of ervaring in het beleggen in derivaten. Een ander voorbeeld is het adviseren van hybride producten zoals *Reverse Convertible Notes* en garantieproducten. Alhoewel het aantal klachten hierover beperkt is, zijn de klachten vrijwel allemaal gericht op beleggingsadvisering. Ook hier stelt de klager over onvoldoende beleggingskennis en/of -ervaring te beschikken om de risico's goed in te kunnen schatten. Hoewel er bij beleggingsadvisering vaak een beroep wordt gedaan op een asymmetrie,

## VI Concluderende beschouwingen en aanbevelingen

wordt dit, in tegenstelling tot bij vermogensbeheer, niet in grote aantallen gehonoreerd door de Klachtencommissie DSI. De reden hiervan is de eigen verantwoordelijkheid van de particuliere belegger die kenmerkend is voor beleggingsadvisering. Bij de kennis- en/of ervaringsasymmetrie bij vermogensbeheer wordt daarentegen een nadrukkelijk beroep gedaan op de deskundigheid van de vermogensbeheerder. Hier verlaat de belegger zich sterk op.

Niet alleen de aard van de aspecten waarop een klacht wordt gebaseerd is gewijzigd, ook het aantal aspecten is gewijzigd. In toenemende mate wordt een klacht uit verscheidene aspecten opgebouwd, waardoor de complexiteit van de klachten toeneemt. Was er in de eerste onderzoeksjaren nauwelijks sprake van verscheidene aspecten, in de jaren 2002 en 2003 werd het aspect 'gebrek aan beleggingskennis en/of -ervaring' in combinatie met het 'onjuist gebruik van het cliënten- en/of risicoprofiel' vaak ingezet. In de laatste onderzoeksjaren blijkt met name het aspect 'onjuist beleggen van het pensioengeld' in combinatie met het aspect 'gebrek aan beleggingskennis en/of -ervaring' vaak voor te komen. Maar ook de combinatie van de aspecten 'onjuist beleggen van pensioengeld' en het 'onjuist gebruik van het cliënten- en/of risicoprofiel' komt vaak voor. Tevens worden klachten in toenemende mate op drie aspecten gebaseerd (pensioen, cliënten- en/of risicoprofiel en een gebrek aan beleggingskennis en/of -ervaring).

Nieuwe regelgeving en jurisprudentie hebben eveneens effect gehad op de aard van de klachten. Dit blijkt uit het aantal klachten over het 'Ken Uw Cliënt'-beginsel na de invoering van deze regel en het aantal klachten met het pensioensaspect na diverse uitspraken van de burgerlijke rechter en de Klachtencommissie DSI. Gesteld kan worden dat nieuwe regelgeving of jurisprudentie ertoe bijdraagt dat een klager hierop zijn klaagschrift baseert, waarbij niet is uitgesloten dat de particuliere belegger lacunes tussen de regelgeving en de implementatie ervan door de financiële instellingen opzoekt in een poging zijn geleden beleggingsverliezen gecompenseerd te krijgen. Hierdoor draagt de particuliere belegger zelf bij aan het eroderen van de mogelijkheden van de financiële instellingen om te handelen in de geest van de zorgplicht. Dat beide partijen hier een verantwoordelijkheid in hebben, blijkt later.

2. Hoe gaan de financiële instellingen (in casu directieleden en beleggingsadviseurs) om met de implementatie van de zorgplichtregels?

De wijze waarop binnen de beleggingsadvisering met de zorgplichtregels wordt omgegaan, leidt de particuliere belegger en de financiële instelling naar een impasse. Vele particuliere beleggers lijken alleen te willen beleggen indien zij zekerheid krijgen over de uitkomst, of zijn anders snel bereid juridische wegen te bewandelen om hun gelijk te halen. Aan de andere kant wil de financiële instelling particuliere beleggers aan zich binden door ze een (schijn)zekerheid voor te spiegelen. Noch de particuliere belegger, noch de financiële instelling lijkt bereid de risico's te dragen van het beleggen. Om de werking van de financiële markten niet te belemmeren zijn de zorgplichtregels ingevoerd. Deze zijn echter een noodzakelijk doel geworden en niet, zoals de overheid dit beoogt, een middel om wederzijds nodeloze schade te voorkomen. Door de regelgeving streng na te leven, zonder een wijziging aan te brengen in de bedrijfskundige en bedrijfseconomische wijze waarop het beleggingsadvies wordt ingevuld, wordt geen gedragswijziging bij de actoren bewerkstelligd. Op dit punt ontstaat de zorgplichtimpasse: er wordt getracht de belangen van de particuliere belegger te beschermen door strikt de letter van de regels te volgen, terwijl de beleggingsadviseurs gestimuleerd worden om een zo hoog mogelijk economisch voordeel te behalen op dezelfde particuliere belegger. De belangen van de particuliere belegger worden hierdoor weinig gediend, waardoor de geest van de zorgplichtregels nauwelijks prevaleert. De volgende gronden zijn aan te voeren voor deze conclusie:

- De kwaliteit van het beleggingsadvies wordt nauwelijks gemeten.
- De belangen van de particuliere belegger, de financiële instelling en de beleggingsadviseur kenmerken zich door een geregeld voorkomend conflict.
- Er is nauwelijks een consistente (sectorbrede) visie op het begrip 'zorgplicht' en de hiermee samenhangende verplichtingen.
- De financiële instellingen staan de beleggingsadviseur niet altijd voldoende vrijheid toe om creatief en autonoom een afweging te maken tussen de diverse belangen.
- Er lijkt binnen de gehele financiële sector onvoldoende draagvlak te zijn om de beleggingsadviseur verder te professionaliseren.
- De beginselen om te kunnen handelen in de geest van de zorgplicht worden door de directieleden niet altijd voldoende uitgedragen.
- Er is in veel gevallen een gebrek aan vertrouwen in de samenwerking met de toezichthouder AFM.

#### **Het ontbreken van een kwalitatieve meetbaarheid van het beleggingsadvies**

De beleggingsadviseur ontleend zijn bestaan aan de asymmetrie in kennis, ervaring en middelen die aanwezig is tussen hem (en zijn werkgever) enerzijds en de

## VI Concluderende beschouwingen en aanbevelingen

particuliere belegger anderzijds. Deze asymmetrie wordt ook door de financiële instellingen in stand gehouden en lijkt ondanks de toenemende beschikbaarheid van informatie nauwelijks te zijn afgenomen. Uit de literatuur wordt niet duidelijk waarop deze asymmetrie is gebaseerd: beurskoersen blijken niet te voorspellen en aandelselecties worden door de beleggingsdeskundigen lang niet altijd profijtelijk gemaakt. Desondanks wordt de particuliere belegger in beginsel verondersteld de minder deskundige te zijn in de relatie. Een aspect waarop de particuliere belegger in toenemende mate een beroep doet in juridische procedures tegen de financiële instellingen.

Wat het beleggingsadvies bijzonder maakt, is de ‘onzuiverheid’ van de dienst. Deze onzuiverheid komt tot uiting in de verantwoordelijkheid voor de gegeven én opgevolgde beleggingsadviezen. Beleggingsadvisering dient te worden beschouwd als een combinatie van een ‘transactie-’ en een ‘relatiegeoriënteerde’ activiteit, waarbij de particuliere belegger (als principaal) de diensten van de beleggingsadviseur (de agent) afneemt door het aangaan van een overeenkomst met de financiële instelling, teneinde de asymmetrie te overbruggen en zodoende voor hem profijtelijke transacties te verrichten. De kwaliteit van het verstrekte beleggingsadvies is als geloofsproduct zowel *ex ante* als *ex post* uitermate moeilijk meetbaar.<sup>379</sup> Toch dient de particuliere belegger, als niet-deskundige principaal, de kwaliteit van de verstrekte adviezen van de agent te waarderen. Stemt hij in met het advies, dan is dit in beginsel zijn verantwoordelijkheid. De normeringen om het beleggingsadvies te toetsen zijn voor de particuliere belegger evenwel zeer beperkt. Na de beursmalaise in de jaren 2000-2002 is duidelijk geworden dat de beleggingsadviseur geen voorspellende krachten bezit. Niet langer is het ‘koopjes jagen’ – waarbij de economische resultaten vrij duidelijk meetbaar zijn – belangrijk. Het vertrouwen winnen van de cliënt en de intimiteit binnen de zakelijke relatie worden in toenemende mate door de financiële instellingen gezien als het model waarbinnen de beleggingsadviseur idealiter moet opereren. Vertrouwen speelt hierbij een belangrijke rol. Hieruit blijkt het relatiegeoriënteerde aspect van de dienst. Dit vertrouwen is een kenmerk van de relatie met de particuliere belegger dat financiële instellingen behaagt. De financiële instellingen zoeken dan ook in toenemende mate de ‘zachte’ zijde van de dienstverlening op. Hiermee wordt bedoeld dat de economische resultaten van de relatie tussen de beleggingsadviseur en de particuliere belegger steeds minder hard en meetbaar worden. Op deze wijze worden harde prestatiecriteria voor het

<sup>379</sup> Zie over het probleem van het evalueren van diensten ook Gartner, Riesmann (1974: 238-242).

beoordelen van een advies vermeden en wordt het persoonlijke en vertrouwelijke karakter van de dienst benadrukt. Adviezen worden in goed vertrouwen opgevolgd door de particuliere belegger, waarvoor hij in de meeste gevallen per gedane transactie betaalt (het 'transactiegeoriënteerde' aspect van de dienst). Om dit vertrouwen te bevestigen wordt ook de exclusiviteit van de dienst aangetreft. Vaak gebeurt dit door het gebruik van ondoorgrondelijke titulatuur als *private banker*, *personal banker* en *preferred banker*. Ook de particuliere belegger ziet niet langer het koopjes jagen als een toegevoegde waarde van de beleggingsadviseur. Hij zoekt een risicoanalist en een persoonlijk adviseur.

Toch zal het beoordelen op 'zachte' criteria niet bijdragen aan een transparantie van de diensten en geen structurele oplossing bieden voor de 'zorgplichtimpasse'. Dit blijkt onder andere uit de analyse van de klachten behandeld door de Klachtencommissie DSI. In toenemende mate worden financiële instellingen in juridische procedures geconfronteerd met de keerzijde van datgene wat zij langdurig in stand hebben willen houden: de asymmetrie in kennis en/of ervaring. Zolang kennis en/of ervaring van beleggen niet gekwantificeerd wordt, is het moeilijk voor zowel financiële instellingen als particuliere beleggers om een beroep te doen op het wel of niet aanwezig zijn van deze kennis en/of ervaring.

#### **Geregeld voorkomend conflict van belangen**

De particuliere belegger die een overeenkomst met de financiële instelling aangaat, zal worden bediend door een agent (de beleggingsadviseur). Deze agent heeft eigen belangen. Werd eerder geconcludeerd dat de financiële instellingen de 'zachte' zijde van de dienstverlening opzoeken, de criteria waarop de beleggingsadviseurs in veel gevallen door hun werkgever worden aangestuurd, zijn niet zacht. De beleggingsadviseurs die voor een grote financiële instelling werken, worden significant vaker prestatiegericht beloond, waarbij het salaris afhankelijk is van de behaalde groeps- of individuele omzet. Centraal in hun dienstverlening staat het behalen economische voordeel op de cliënt. Daarbij worden beleggingsadviseurs in toenemende mate door het management aangezet tot het behalen van de economische doelstellingen. Deze doelstellingen kunnen worden gerealiseerd door meer transacties voor de particuliere belegger uit te voeren. Ook wordt door het management de nadruk gelegd op het plaatsen van (product)emissies en het adviseren van beleggingsproducten met een hoge marge. En het aanzetten tot het behalen van economische doelstellingen lijkt effect te sorteren. Vast staat dat de beleggingsadviseurs van (met name) de grote financiële instellingen worden beïnvloed door het prestatiegericht belonen. Deze categorie beleggingsadviseurs stelt dat een cliënt aandacht verdient van een

## VI Concluderende beschouwingen en aanbevelingen

beleggingsadviseur naar gelang de grootte van zijn vermogen. Wordt deze sterk economische sturing afgezet tegen de opmerking van dezelfde groep beleggingsadviseurs dat het steeds moeilijker wordt hun economische doelstellingen te behalen, dan ontstaat een zorgwekkende situatie. Met name zodra deze groep beleggingsadviseurs toegeeft dat de belangen van hun werkgever strijdig (kunnen) zijn met die van hun cliënten. Het is dan ook denkbaar dat vaker 'de klok zal worden geluid'.

Meerdere keren wordt door beleggingsadviseurs aangegeven dat zij onnodig muteren in de effectenportefeuilles van cliënten en zich vooral dienen toe te leggen op het plaatsen van producten uit een emissie. Nadrukkelijk moet worden vermeld dat op basis van deze bevindingen niet kan worden gesteld dat het prestatiegericht belonen het belang van de particuliere belegger ook direct en aanzienlijk schaadt. Dit is niet gemeten en hiertoe zou een aanvullend onderzoek benodigd zijn. Deze bevindingen conflicteren echter wel met de regelgeving die de financiële instellingen verplicht naar beste vermogen met de belangen van de cliënt rekening te houden. De praktijk leert dat weinig financiële instellingen prestatie-indicatoren hebben ontwikkeld om het behartigen van deze belangen te meten. De financiële resultaten behaald *voor* de cliënt worden zelden gemeten, terwijl de financiële resultaten behaald *op* de cliënt in zeer veel gevallen centraal staan. Ter illustratie: klanttevredenheid wordt, op enkele kleine en middelgrote financiële instellingen na, nauwelijks gemeten en meegewogen in het prestatiegerichte deel van de beloning van de beleggingsadviseurs. Ook het voldoen aan de zorgplichtregels (bijvoorbeeld met behulp van accountantsrapporten of *compliance-audits*)<sup>380</sup> wordt door weinig financiële instellingen meegenomen als onderdeel van de prestatiegerichte beloning. Wel wordt bij een groot gedeelte van de grote financiële instellingen het aantal ingediende klachten over het handelen van de beleggingsadviseur meegenomen als prestatie-indicator bij het belonen.

Op basis van de gehouden interviews en enquêtes kan worden geconcludeerd dat de juridische regels en verplichtingen rondom de zorgplicht door met name de grote financiële instellingen lijken te worden gebruikt als argument om economisch te (re)organiseren. Om te kunnen voldoen aan de regelgeving wordt een (bedrijfseconomische) segregatie toegepast in de cliëntengroepen van de grote financiële instellingen. Welgestelden en (zeer) actieve particuliere beleggers

<sup>380</sup> Schriftelijke rapportage van het naleven van de regelgeving.



kunnen deskundige assistentie krijgen bij het beheren van hun vermogen, waarbij hen hoogwaardige methodieken en technieken ten dienste staan. Tevens lijken beleggingsadviseurs bij deze groep cliënten eerder de neiging te hebben in de geest van de zorgplichtregels (*principle-based*) te handelen. De minder welgestelden en de inactieve particuliere beleggers zullen met relatief standaardoplossingen genoeg moeten nemen en hun ondersteuning steeds meer moeten vinden in de informatie- en communicatietechnologie. Indien beleggingsadvies of vermogensbeheer volgens de financiële instelling economisch niet meer past, worden de cliënten doorverwezen naar de *execution-only* diensten of kunnen zij alleen adviezen krijgen van (veelal niet DSI-geregistreerde) 'adviseurs particuliere relaties' die voornamelijk gestandaardiseerde beleggingsproducten aanbieden. Bij deze cliëntengroep hebben de financiële instellingen en de beleggingsadviseurs de neiging de letter van de wet te volgen (*rule-based*). Hieruit vloeit voort dat de beschermende werking van de zorgplichtregels voor de minst weerbare (lager opgeleiden en beleggers met een klein belegbaar vermogen) weinig effect sorteert. Of en tot welke economische schade dit leidt, is niet onderzocht.

#### **Het ontbreken van een consistente (branchebrede) visie op het begrip 'zorgplicht'**

Er is in de literatuur geen eenduidige definitie gevonden van het begrip 'zorgplicht'. De inhoud van het begrip is mede afhankelijk van de omstandigheden van het geval. Als het gaat om de interpretatie en de implementatie van de zorgplichtregels en verplichtingen, dan blijkt er weinig consensus te zijn tussen de financiële instellingen. Geeft een meerderheid van de particuliere beleggers aan dat hun risicoprofiel op een of andere wijze een rol speelt bij het invullen van de effectenportefeuille, binnen de financiële sector is er nauwelijks consensus over hoe dit profiel dient te worden opgesteld. Het antwoord op de vraag of beleggingen die bij derden worden aangehouden, moeten worden meegenomen in het vaststellen van het profiel, blijft onduidelijk. Ook de vraag of de eigen woning mee moet worden genomen in het vaststellen van het profiel, wordt niet eenduidig beantwoord door beleggingsadviseurs noch door directieleden. Tevens is er geen consensus over wanneer een cliënt, indien hij buiten zijn profiel zou beleggen, schriftelijk moet worden gewaarschuwd. Bovendien zorgt het beleggen van het pensioenvermogen voor diverse inzichten als het gaat om het hanteren van het risicoprofiel. Daarnaast gaan de financiële instellingen verschillend om met de frequentie waarin een cliënten- en/of risicoprofiel wordt geactualiseerd. Over al deze onderwerpen bestaan er diverse standpunten, zowel tussen de financiële instellingen onderling als tussen de beleggingsadviseurs en directieleden onderling.

## VI Concluderende beschouwingen en aanbevelingen

Het gebrek aan consensus wordt veroorzaakt door het feit dat er over de voornoemde onderwerpen weinig intern en extern collegiaal overleg plaatsvindt op tactisch en uitvoerend niveau. De belangen van bijvoorbeeld een grote financiële instelling kunnen verschillend zijn ten opzichte van die van een gespecialiseerde kleine financiële instelling. Te algemene aanbevelingen, zoals die bijvoorbeeld gedaan zijn met de ‘zorgplichtmatrix’ van de Nederlandse Vereniging van Banken, leiden eveneens niet tot een coherente aanpak van de operationele ‘zorgplichtproblemen’. In de praktijk blijken nogal wat beleggingsadviseurs de problemen of vraagstukken met betrekking tot de zorgplicht geheel zelfstandig op te lossen. Daarbij ervaart een meerderheid van de beleggingsadviseurs bij de grote financiële instellingen soms een tekort in de ondersteuning op het gebied van de zorgplicht. Hier wordt een tekort aan uitleg over concrete regelgeving en jurisprudentie, en een tekort aan hulp in het omgaan met het spanningsveld tussen het behalen van economische doelstellingen en het voldoen aan de zorgplicht genoemd.

### Het entameren van de creativiteit en de autonomie van de beleggingsadviseur

Autonomie, vrijheid en wederzijdse erkenning zijn van belang voor de wijze waarop zorgrelaties moeten worden ingericht. Bij het uitoefenen van de zorgplicht, zoals momenteel in de financiële sector, is hiervan nauwelijks sprake. Regels worden snel omarmd, vaak strikt uitgevoerd en cliëntengroepen worden op economische gronden gedifferentieerd. Naast het creëren van de zorgplichtimpasse, levert het strikt naleven van de regels een nadelig neveneffect op. Indien het voldoen aan een bepaalde handeling nauwgezet door het management wordt gecontroleerd, kunnen beleggingsadviseurs de neiging hebben zich op deze handeling te richten. Met name indien dit het enige is waarop zij, voor wat betreft de zorgplicht, verantwoordelijk worden gehouden en hun gedrag hierop wordt beoordeeld. Denk in dit verband aan het voldoen aan artikel 28 Nadere Regeling gedragstoezicht effectenverkeer 2002 (het ‘Ken Uw Cliënt’-beginsel). Het opstellen van een cliënten- en/of risicoprofiel om te voldoen aan de regelgeving, wordt op deze wijze een doel en niet een middel om een goede zorg te kunnen verlenen. Zo kunnen beleggingsadviseurs bij het vaststellen van het risicoprofiel de neiging hebben gesprekken op zo’n wijze te domineren dat (nieuwe) cliënten zoveel mogelijk in een bestaand format van cliënttypische gedragingen worden ondergebracht (een cliënt is ‘gemiddeld risicomijdend’, ‘normaal risicomijdend’, ‘speculatief’ etc.). Hierdoor wordt de interactie met cliënten zozeer gestructureerd dat afwijkingen op dit format vrijwel niet mogelijk zijn. Een *self-fulfilling prophecy* kan zo ontstaan: Cliënten die onder omstandigheden opereren, hebben ogenschijnlijk te maken met dezelfde problematiek.

Echter, door de gestandaardiseerde methodieken van interviewen en het dirigeren naar profielen, kan een situatie verkeerd ingeschat worden. Worden cliënten automatisch in gestandaardiseerde profielen gecategoriseerd, dan is het niet uitgesloten dat beleggingsadviseurs bevooroordeeld naar hun (nieuwe) cliënten kijken. Of deze nieuwe relaties wel of niet in een dergelijk vooraf gedefinieerd profiel passen, doet niet ter zake. De bevooroordeeling doet hen in standaarden denken. Zijn cliënten niet bereid om zich aan deze profielen te conformeren, dan zullen beleggingsadviseurs geneigd zijn zich sterk te richten op het vervullen van de verplichting om een profiel vast te leggen, en niet hun gedrag aanpassen om alsnog aan specifieke wensen van de cliënten te kunnen voldoen. In het beste geval dat uitzonderingen worden toegestaan, zullen cliënten (schriftelijk) worden gewaarschuwd. In andere gevallen worden gestandaardiseerde profielen rigide doorgevoerd, hetgeen eenvoudigweg niet in het belang van de particuliere belegger kan zijn en zelfs tot schade kan leiden.

Het handelen in de geest van de zorgplicht veronderstelt, in tegenstelling tot het strikt volgen van regels en verplichtingen, een belasting voor de beleggingsadviseurs, omdat het een houding is die aandacht, concentratie en beoordelingsvermogen vergt. De beleggingsadviseurs moeten daarbij in de gelegenheid worden gesteld om een beroep te kunnen doen op hogere en complexere vermogens en vaardigheden. Aan deze randvoorwaarden wordt nauwelijks voldaan. Omwille van economische efficiëntie en het beheersen van de handelingen van de beleggingsadviseurs, stellen de beleggingsadviseurs dat zij in toenemende mate in een juridisch harnas moeten opereren. Vanuit dit harnas dienen zij de kans op aansprakelijkheidstelling te beperken, waarbij een verregaande jurisdering van het adviesproces plaatsvindt, waar juridisch indekken en het standaardiseren van adviezen prevaleren. Tegelijkertijd dienen zij economische vraagstukken te behandelen en hun bedrijfseconomische doelstellingen te behalen. De autonomie in het handelen wordt daarbij steeds verder ingeperkt. Daarbij stellen de beleggingsadviseurs die werken bij een grote financiële instelling, significant vaker dan anderen dat de wijze waarop zij worden aangestuurd door het management, hen meer belemmert dan wetten en regelgeving. Met name de beleggingsadviseurs van de kleine financiële instellingen stellen in meerderheid dat zij bepalen welk beleggingsadvies zij geven en niet de werkgever. Het merendeel van de beleggingsadviseurs van de middelgrote en de grote financiële instellingen twijfelt hierover of stelt dat de werkgever de adviezen voornamelijk bepaalt. De directieleden van de middelgrote en de grote financiële instellingen treffen veelvuldig maatregelen om de handelsvrijheid van de beleggingsadviseurs te beperken. Een ruime meerderheid van de directies van deze categorie instellin-

## VI Concluderende beschouwingen en aanbevelingen

gen heeft een *corelist* van te adviseren aandelen ingesteld en de bevoegdheden van de beleggingsadviseurs (toestaan van debetstanden of overstanden in de marginverplichting) beperkt. Ook dienen modelportefeuilles in toenemende mate te worden gevolgd en worden de beleggingsadviseurs steeds nadrukkelijker gecontroleerd op de naleving van de zorgplichtregels. Voornamelijk de beleggingsadviseurs van de grote financiële instellingen worden geacht ook andere financiële producten dan beleggingen te adviseren. De beleggingsadviseurs van de kleine en middelgrote financiële instellingen lijken zich hiertegen te verzetten door meer adviesvrijheid te nemen. Een eenzijdige benadering van regels en verplichtingen, in combinatie met een toenemende druk tot economisch presteren én een afnemende autonomie, zal leiden tot een erosie van het handelen in de geest van de zorgplicht.

### Onvoldoende draagvlak om de beleggingsadviseur te professionaliseren

In het algemeen blijken de beleggingsadviseurs tevreden te zijn over de regelgeving. De regels en verplichtingen hebben ervoor gezorgd dat het handelen van de beleggingsadviseur op enkele onderdelen is genormeerd. Hetgeen niet verward mag worden met de meetbaarheid van de kwaliteit van het beleggingsadvies. Zoals gesteld ontbreekt het hier aan. Is er een causaal verband tussen de ingevoerde regelgeving en het professionaliseringsproces van de beleggingsadviseur? Dit is zeer twijfelachtig. Het gemak waarmee de toezichthouder nieuwe regels heeft kunnen invoeren heeft enerzijds mede te maken met het feit dat vele regels (zoals beursvoorschriften) reeds bestonden of uit het civiele recht konden worden afgeleid, anderzijds met de beperkte collectieve strijdbaarheid tegen de regels die hun autonomie beperken. Een aantal onderdelen, die in de literatuur als noodzakelijk genoemd worden om als 'professional' te worden betiteld, ontbreekt bij de beleggingsadviseur. Denk hierbij aan het volgen van een eenduidige (economische) opleiding, een permanent educatieprogramma, een strikt nageleefd registratiebeleid, een professionele beroepsvereniging, kennis van de beroepscode en een grote mate van autonomie. Worden deze criteria toegepast op de beleggingsadviseurs, dan kan er niet gesproken worden van 'professionals'. Wel zijn er ontwikkelingen die duiden op een vorm van 'preprofessionalisme'. Zo zijn er gedragsregels opgesteld en worden er bij registratie eisen aan de gevolgde opleiding en ervaring gesteld. Er is sprake van tuchtrecht en er is een eerste (voorzichtige) aanzet gemaakt tot een programma voor permanente educatie. Desalniettemin is er tussen de financiële instellingen nauwelijks sprake van een eenduidig standpunt over relevante zaken als het nut van permanente educatie en de noodzakelijkheid van registratie. Zo blijkt bijna 11% van de beleggingsadviseurs werkzaam voor een kleine DSI-aangesloten financiële instelling

wel als beleggingsadviseur te werken, maar niet over een DSI-certificering te beschikken. Dit is significant hoger dan bij andere financiële instellingen. Ook worden functiescheidingen lang niet altijd doorgevoerd. Met name bij de kleine financiële instellingen en de middelgrote financiële instellingen wordt het vermogensbeheer en het beleggingsadvies in de praktijk vaak niet van elkaar gescheiden. Dit is opmerkelijk, aangezien de directieleden in meerderheid van mening zijn dat het discretionair beheren van vermogen een activiteit is die wezenlijk andere (juridische) kenmerken kent en eisen stelt aan een medewerker dan het verstrekken van beleggingsadvies. Het gemis aan eenduidigheid blijkt ook uit de wildgroei aan onbeschermde titulatuur zoals *private banker*, *preferred banker*, *personal banker*, *relatiemanager* en *financieel adviseur*. Alhoewel er in dit verband geen onderzoek is gedaan, is het aannemelijk te veronderstellen dat voor een grote groep particuliere beleggers de diversiteit aan titulatuur de transparantie van de dienstverlening weinig vergroot.

Weliswaar stelt het DSI eisen aan de genoten opleiding en ervaring van de beleggingsdeskundige alvorens deze zich kan registreren, door de verleende dispensatie in het verleden ontbreekt het op dit moment aan homogeniteit in de genoten opleidingen van de beleggingsadviseurs. Er blijkt een sterke variatie in de aard en zwaarte van de genoten opleidingen te zijn. Slechts een beperkt aantal beleggingsadviseurs heeft een gespecialiseerde opleiding genoten voor het effectenvak. Als het gaat om de uniformiteit van de opleidingen binnen de financiële sector, blijkt dat de directieleden van de grote financiële instellingen de opleidingseisen van het DSI maar beperkt wensen te volgen. Met name de directieleden van de kleine en middelgrote financiële instellingen beschouwen de eisen van het DSI als norm. Daarbij komt dat veel directieleden en beleggingsadviseurs van kleinere financiële instellingen van mening zijn dat ervaring belangrijker is dan een (hogere) opleiding. Tevens voelt een meerderheid van de beleggingsadviseurs weinig voor een permanent educatieprogramma; De directieleden zijn in meerderheid juist vóór een dergelijk programma. Een kenmerk van een professional is dat de toegang tot de beroepsgroep strikt wordt gereguleerd teneinde de kwantiteit en kwaliteit binnen de beroepsgroep te controleren. Volgens een meerderheid van de beleggingsadviseurs hoeven de toelatingseisen tot de DSI-registers echter niet strenger te worden. In de praktijk blijkt verder dat weinig financiële instellingen hun personeelsbeleid afstemmen op de regelgeving. Het verloop van mensen binnen de financiële instellingen is relatief hoog. Horizontale carrières zijn weinig gebruikelijk, daarentegen is het maken van een verticale carrière noodzakelijk om verder te komen binnen een organisatie.

## VI Concluderende beschouwingen en aanbevelingen

De beleggingsadviseurs kunnen zich alleen ontwikkelen tot professionals indien zij zoeken naar een eenheid in een veelheid aan benaderingen en vakgebieden. Het is echter de vraag of het in het belang is van de financiële instellingen om de beleggingsadviseurs de status van 'professional' te laten verkrijgen. Het is bij een aantal financiële instellingen zo dat de beleggingsadviseurs eerder verkopers zijn geworden. Dit blijkt, met name bij de grote financiële instellingen, uit een sterke economische connotatie bij hun dienstverlening. Zo noemen de directieleden van de grote financiële instellingen significant vaker dan andere directieleden 'profijtelijkheid' als een belangrijke waarde voor de beleggingsadviseur. Willen beleggingsadviseurs zich op langere termijn kunnen handhaven en onderscheiden van bijvoorbeeld de adviseur particuliere relaties, dan zal een verregaande professionalisering nodig zijn.

### **De zorgplichtbeginselen worden onvoldoende uitgedragen door de directieleden**

Ofschoon er op basis van dit onderzoek niet kan worden gesteld dat de directies de zorgplicht niet serieus nemen, is er een aantal redenen om te concluderen dat een meerderheid van de directieleden van de financiële instellingen onvoldoende randvoorwaarden creëert om in de geest van de zorgplichtregels te kunnen handelen. Zo is de gedragscode van de DSI, waaraan de DSI-geregistreerden zich dienen te houden, nauwelijks bekend bij de directieleden. Een meerderheid van de directieleden kent de code in het geheel niet. Van de overige directieleden is weliswaar een meerderheid op de hoogte van het bestaan van de code, maar niet bekend met de inhoud ervan. Daarnaast blijkt dat de directieleden de regelgeving niet altijd voldoende kennen. In enkele gevallen worden beleggingsadviseurs onvoldoende begeleid om de regels in de praktijk te implementeren en de werking ervan te waarborgen. Ook is er volgens enkele beleggingsadviseurs onvoldoende mogelijkheid om intern dilemma's te bespreken.

De directies van de kleine en de middelgrote financiële instellingen beschouwen het moeten voldoen aan de zorgplichtregels vooral als een verplichte exercitie die haar bedrijfsvoering eerder belemmert dan ten dienste is en een secundaire rol speelt in haar dienstverlening. Uitzondering vormen de directies van de grote financiële instellingen. Zij zetten de regels rondom de zorgplicht in om hun dienstverleningsproces te beheersen en in meer of mindere mate te standaardiseren (zie hiervoor § 4.4). Met het inzetten van deze regels kan niet worden gesteld dat er altijd afdoende overzicht is van implementatieproblemen en er een goed handnavingsmodel aanwezig is.

**Een gebrek aan vertrouwen in de samenwerking met de toezichthouder AFM**

De Autoriteit Financiële Markten wordt aanmerkelijk vaker dan het Dutch Securities Institute door de directies van de financiële instellingen geconsulteerd als het gaat om vragen ten aanzien van de zorgplicht. Op enkele punten ontmoet de Autoriteit Financiële Markten (zwarte) kritiek. Deze kritiekpunten hebben betrekking op de kwaliteit van de antwoorden op de gestelde vragen, de snelheid waarmee de vragen beantwoord worden en de kwaliteit van de medewerkers van de AFM. Veel directieleden missen daarnaast voorlichting over de regelgeving en een proactieve, corrigerende houding ten opzichte van beleggingsproducten in (gewijzigde) marktontwikkelingen (te denken valt aan de wijze en het moment waarop de AFM heeft gereageerd op de opkomst van effectenhypotheek, leaseproducten en hybride beleggingsproducten). Er zijn echter directieleden die juist positief zijn over de samenwerking met de AFM. Om te voorkomen dat er een tweestrijd ontstaat waaronder de relatie met de particuliere belegger moet lijden, is een open dialoog waarbij beide partijen begrip tonen voor elkaars positie, cruciaal voor het vinden van een structurele oplossing voor de eerder geconstateerde impasse.

3. Hebben de regelgeving en jurisprudentie ten aanzien van de zorgplicht invloed op de wijze van adviseren? Zo ja, welke?

De regels rondom de zorgplicht blijken in de praktijk van invloed te zijn op de wijze waarop de beleggingsadviseurs adviseren. Omwille van mogelijke aansprakelijkheid blijkt een deel van hen voorzichtiger te gaan adviseren en lijkt zelfs het juridisch correct handelen te laten prevaleren boven economisch handelen. Een kwart van de beleggingsadviseurs stelt dat zij bij hun advisering door de regelgeving minder risico's zijn gaan nemen. Met name de beleggingsadviseurs van de grote financiële instellingen zijn voorzichtiger geworden in de aandelen die zij adviseren. Het feit dat deze beleggingsadviseurs in meerderheid liever *blue chips* adviseren dan onbekende aandelen, onderbouwt deze conclusie. Voorts is vastgesteld dat de middelgrote en grote financiële instellingen werken met een *corelist*. De argumentatie van de beleggingsadviseurs om deze *corelist* te volgen is vrijwel nooit van beleggingstechnische, maar van juridische aard. Dit geldt ook voor het beleggen van het pensioenvermogen van de particuliere belegger. Alhoewel er zeker beleggingstechnische redenen kunnen worden aangevoerd om het pensioenvermogen niet (geheel) in vastrentende waarden te beleggen, stelt een overgrote meerderheid van de beleggingsadviseurs van de grote financiële

## VI Concluderende beschouwingen en aanbevelingen

instellingen dit toch te doen. Alhoewel het voorzichtig beleggen in de ogen van de particuliere belegger in eerste aanleg niet negatief hoeft te zijn, kan dit op de langere termijn wel negatieve economische consequenties hebben.

Desalniettemin blijkt dat niet zozeer de regelgeving en de verplichtingen die samengaan met de zorgplicht, de grootste invloed hebben op de wijze van adviseren, maar de wijze waarop de directies de beleggingsadviseurs (economisch) aansturen. Met name bij de middelgrote en grote financiële instellingen hebben de beleggingsadviseurs deze mening.

4. Hoe gaan de financiële instellingen (in casu directieleden en beleggingsadviseurs) om met de juridische en economische risico's die voortvloeien uit het geven van beleggingsadvies?

Een meerderheid van de directieleden en de beleggingsadviseurs is van mening dat particuliere beleggers sneller procederen tegen een financiële instelling, zonder te spreken van een 'claimcultuur'. Een derde van de directeuren van de financiële instellingen stelt dat de juridische risico's voor hen te groot worden om het geven van beleggingsadvies in de huidige opzet te handhaven. Met name wordt de controleerbaarheid van de handelingen van de beleggingsadviseur als moeizaam of slecht ervaren. Dit kan te maken hebben met de beperkte *span of control* van de leidinggevende in kwestie. Ook de complexiteit van de materie, hetgeen tot een interne asymmetrie van kennis en ervaring leidt, kan de leidinggevende parten spelen. Bij met name de kleine financiële instellingen blijkt de beperkte schaalgrootte van de instelling de reden te zijn dat de controleerbaarheid juist als goed wordt ervaren. De beleggingsadviseurs (en vaak de directieleden) zitten fysiek dicht bij elkaar, waardoor er sprake is van een sociale controle. Bij een ruime meerderheid van de directieleden die stellen dat de controleerbaarheid van de beleggingsadviseur slecht is, worden regelmatig interne controles uitgevoerd op de werkzaamheden van de beleggingsadviseur. Deze controles hebben betrekking op het aantal mutaties (in verband met *churning*), het controleren van de documentatie in het kader van het 'Ken Uw Cliënt'-beginsel, het controleren van beleggingsvoorstellen alvorens deze worden uitgebracht, en het toetsen van de effectenportefeuilles aan de opgestelde cliënten- en/of risicoprofielen. Dat de juridische verplichtingen zwaar wegen in de praktijk, blijkt uit het feit dat de directieleden wensen dat een beleggingsadviseur als eerste afscheid neemt van een particuliere belegger die buiten zijn risicoprofiel wil beleggen.



Een meerderheid van de directieleden is van mening dat de economische risico's te groot zijn om het beleggingsadvies in de huidige vorm te handhaven. Met name de opbrengsten/kosten-ratio blijkt in veel gevallen negatief te zijn. Er worden diverse maatregelen getroffen in een poging de winstgevendheid van de beleggingsadvisering te verhogen. Zo wordt getracht een hogere activiteitsgraad in de effectenportefeuilles van cliënten te bereiken, wordt de nadruk gelegd op cliënten met een hoger belegbaar vermogen, wordt er een vaste adviesvergoeding ingevoerd, of wordt getracht diensten en producten met een hogere marge te verkopen. Naast deze maatregelen wordt het volledig stoppen met of verkopen van de dienst beleggingsadvisering als mogelijke maatregel genoemd. Een ander risico dat wordt genoemd, is de potentiële beschadiging van het imago van de financiële instelling, doordat een cliënt met zijn klacht naar de media stapt. Daarbij blijkt dat een ruime meerderheid van de directieleden deze (mogelijke) media-aandacht als reden ziet om een claim te schikken.

#### 5. Voldoet het beleggingsadvies aan de wensen van de particuliere belegger?

De zorgplichtregels blijken maar beperkt te leven onder de particuliere beleggers. Er wordt door hen in meerderheid getwijfeld aan de toegevoegde waarde die de regels hebben in hun relatie met de beleggingsadviseur. Denk hierbij aan het cliënten- en/of risicoprofiel. Een dergelijk profiel wordt in de meeste gevallen wel opgesteld, maar blijkt in de praktijk lang niet altijd gebruikt te worden ter invulling van de effectenportefeuille. Hiermee wordt het profiel eerder beschouwd als een juridische noodzakelijkheid dan als een operationeel middel dat kan worden ingezet ter voorkoming of beperking van nodeloze verliezen. Ondanks de kritische houding ten opzichte van het profiel, is het opmerkelijk dat een ruime meerderheid van de particuliere beleggers begrip toont voor de houding van de financiële instellingen en de handelingen die in het kader van de zorgplicht moeten worden uitgevoerd. Dit begrip eindigt echter zodra de particuliere beleggers (in potentie) worden gestuurd in hun beleggingsgedrag (zoals het moeten volgen van het risicoprofiel en het volgen van modelportefeuilles). In dat geval blijken de particuliere beleggers nauwelijks bereid om hieraan mee te werken.

Uit het onderzoek komt naar voren dat de regels ten aanzien van de zorgplicht nauwelijks een negatieve invloed hebben op de relatie tussen de beleggingsadviseurs en de particuliere beleggers. Sterker: de particuliere beleggers voelen zich

## VI Concluderende beschouwingen en aanbevelingen

mogelijkerwijs beschermd door de regelgeving; hetgeen past in de risicoanalytische rol die de particuliere belegger ziet voor de beleggingsadviseur. Daarnaast zeggen de particuliere beleggers dat zij zelf verantwoordelijk zijn voor de aange-gane beleggingen die hen zijn geadviseerd. Dat de particuliere beleggers eenvoudigweg de verantwoordelijkheid bij de beleggingsadviseurs leggen, blijkt dus niet het geval. Van een vertrouwenscrisis tussen de particuliere belegger en de beleggingsadviseur, waarbij de ene partij tracht de andere aansprakelijk te stellen, is dan ook geen sprake. Er blijkt doorgaans zelfs sprake te zijn van een groot vertrouwen in de beleggingsadviseur. De stelling dat particuliere beleggers van mening zijn dat de beleggingsadviseurs zich voornamelijk laten leiden door hun belangen, moet op basis van de uitkomsten van dit onderzoek evenwel weer-sproken worden. Een ruime meerderheid van de particuliere beleggers meent dat beleggingsadviseurs zich zowel door hun eigen belangen, bestaande uit de per-sonlijke belangen en die van de financiële instelling, als ook door de belangen van particuliere beleggers laten leiden. Met name de particuliere beleggers met een kleine effectenportefeuille delen de mening niet dat de transactieafhankelij-ke betaling voor de diensten van de beleggingsadviseurs ertoe bijdraagt dat zij nooit de belangen van de particuliere beleggers kunnen dienen. Dit verschil is significant ten opzichte van de beleggers met een grote effectenportefeuille. Deze overwegend positieve resultaten behoeven twee nuanceringen: Ten eerste stelt een meerderheid van de particuliere beleggers dat, in het geval de beleggingsadviseur een forse fout zou maken, zij zouden onderzoeken of de finan-ciële instelling aansprakelijk kan worden gesteld. Ten tweede is eerder geconclu-deerd dat het op termijn zeer wel denkbaar is dat te strikt naleven van de zorg-plichtregels niet in het belang is van de particuliere belegger.

## 16 Aanbevelingen

### Financiële instellingen zouden de communicatie met de buitenwereld moeten verbeteren

- Financiële instellingen hebben de neiging hoge rendementen te suggereren, waarmee zij de indruk wekken te weten hoe de financiële toekomst zich gaat ontwikkelen. Wetenschappelijk onderzoek toont echter aan dat het voorspellen van koersen weinig toegevoegde waarde biedt. Om realistische verwachtingen te creëren en deceptie te voorkomen, zou de te leveren inspanning van de beleggingsadviseur duidelijker moeten worden omschreven. Met name de begrippen ‘redelijk handelend’ en ‘redelijk bekwaam’ vragen in de specifieke context van beleggen om nadere uitwerking. Bij voorkeur dient de (minimale) inspanning omschreven te worden door deelnemers uit de financiële sector in samenspraak met belangenorganisaties van particuliere beleggers. Daarbij dienen indicatoren geformuleerd te worden die worden gecommuniceerd met de particuliere belegger. De omschrijving van de indicatoren dient evenwel niet té uitvoerig te zijn. Er dient te worden gestreefd naar het verwoorden van de indicatoren op afdoende detailniveau zonder afbreuk te doen aan de autonomie in de uitvoering van de taak. Gedacht kan worden aan een minimaal aantal revisiegesprekken, minimale spreiding in portefeuille, het zorgvuldig volgen van overeengekomen risicoprofielen en relatieve *outperformance* van de beleggingen ten opzichte van een relevante (combinatie van) *benchmark(s)*. Bijzondere aandacht dient te worden geschonken aan de (re-)construeerbaarheid (*ex post* en *ex ante*) van een beleggingsadvies. Hiermee wordt het inzicht in (potentiële) risico's vergroot, waarbij de kans op een deceptie kan worden verkleind.
- Om te voorkomen dat hervormingen in de financiële sector een paternalistisch karakter krijgen waarbij er gedacht wordt voor de cliënt, is het noodzakelijk dat cliënten actief onderdeel gaan uitmaken van de referentiegroep van de beleggingsadviseur. Er zouden methoden moeten worden ontwikkeld waarbij de cliënt directe inspraak krijgt in de wijze waarop de financiële diensten worden ingericht en meer betrokken raakt bij het definiëren van ‘een goede dienstverlening’. Ook al zijn cliënten overbluft door de retoriek van ‘profes-

## VI Concluderende beschouwingen en aanbevelingen

sionalisme' of beperkt in hun kennis van de materie, toch zouden de beleggingsadviseurs en hun werkgevers de mening van cliënten meer als uitgangspunt voor hun dienst moeten nemen. Financiële instellingen zouden daarbij regelmatig beoordelingsgesprekken moeten voeren met cliënten om zo 'de indicatoren van kwaliteit' vast te stellen. Om dit te faciliteren zou een functionaris kunnen worden aangesteld om de belangen van de beleggers te waarborgen. Een dergelijke functionaris richt zich nadrukkelijk op het handelen naar de geest van de zorgplicht. Hij is, in tegenstelling tot de *compliance officer*, extern gericht en kan zo belangrijke informatie vanuit de cliëntengroep leveren aan de financiële instelling.

- Verwachtingen die de particuliere belegger heeft van de aangeboden beleggingsdiensten, moeten realistisch blijven. Duidelijkheid over wat de particuliere belegger wel en niet mag verwachten, is daarbij belangrijk. Zo zouden *execution-only* diensten niet door DSI-geregistreerde beleggingsadviseurs of vermogensbeheerders moeten worden uitgevoerd. Zij kunnen in de (beroepsmatige) verleiding komen om toch een advies te verstrekken en zijn gebonden aan de gedragscode DSI. Door de particuliere belegger duidelijk te maken dat hij alleen geïnformeerd kan worden over de uit te voeren handeling, ontstaat zuiverheid in de aangeboden diensten. Als niet-DSI-geregistreerde medewerkers wél mogen adviseren in huisbeleggingsfondsen of beleggingsresearch mogen voorlezen aan cliënten die gebruik maken van *execution-only* diensten, draagt dit bij aan een 'onzuiverheid van de dienst' en zal dit onrealistische verwachtingen kunnen wekken aan de zijde van de particuliere belegger, hetgeen tot klachten kan leiden.

### Een fundamentele wijziging van beloningsmethodiek is noodzakelijk

- Zowel het prestatiegericht belonen als de wijze waarop managers vaak hun beleggingsadviseurs aansturen, dient te worden gewijzigd. De huidige methodiek van belonen prikkelt de beleggingsadviseur weinig om, in de geest van artikel 2 van de Algemene Bankvoorwaarden (en art. 25 Nrg waarin de zorgplichtbepaling is toegespitst op effectendienstverlening), op te treden als advocaat van de cliënt. Met de huidige beloningsmethode wordt gedoeld op de transactiegebonden betaling van de diensten van de beleggingsadviseur, hetgeen in de praktijk wordt gecombineerd met een directe materiële beloning bij het realiseren van economische doelstellingen. Om de belangen van de cliënt te bewaken zal het beloningsbeleid nadrukkelijker in de geest van de zorgplicht moeten worden ingezet. Er zou ruimte moeten komen om goed gedrag van de beleggingsadviseur te belonen. Indicatoren zoals het aantal zorgvuldig onderbouwde (schriftelijke) beleggingsadviezen op portefeuilleniveau, economische prestaties van de effectenportefeuilles, het aantal klachten en de cliënt-

tevredenheid zouden mee moeten wegen in de beloningsstructuur.<sup>381</sup> Eis is daarbij wel dat de financiële instellingen over een adequaat systeem beschikken om de prestaties te meten. De indicatoren en de wijze van meten zouden in ieder geval bekend moeten zijn bij de beleggingsadviseurs en bij voorkeur ook bij de cliënten.

- Om de beleggingsadviseurs voldoende (economisch) te committeren aan zowel de ondernemings- als de cliëntendoelstellingen zou men hen aandeelhouder kunnen maken, mits dit voor langere duur is.<sup>382</sup>
- Het is de vraag of het vergoeden van de diensten van de beleggingsadviseur op basis van transactieprovisie zou moeten geschieden. Deze methode van vergoeden kan ertoe leiden dat er niet in het belang van de cliënt wordt gehandeld. Door de transactie economisch los te koppelen van het verstrekte advies, wordt het de particuliere belegger duidelijk dat het verstrekken van een kwalitatief hoogwaardig advies kosten met zich meebrengt. Om zowel de belangen van de particuliere belegger voorop te stellen, alsook de kosten voor de financiële instelling te compenseren, zou de vergoeding kunnen worden gewijzigd van transactiegebonden naar een vaste (periodieke) adviesvergoeding of een uurtarief. Dit zou kunnen worden gecombineerd met een prestatieafhankelijke vergoeding, waarbij het resultaat van de effectenportefeuille dient te worden gezien vanuit het gekozen risicoprofiel en vergeleken met een relevante *benchmark*. Ook zou er periodiek een rendementsdoelstelling kunnen worden vastgesteld om deze te vergelijken met het behaalde absolute resultaat. Het is belangrijk dat advieskosten inzichtelijk worden gemaakt, maar ook dat de particuliere belegger keuzen worden geboden in de beloningsvorm. Dit kan de acceptatie van alternatieve beloningsvormen doen toenemen.

### **Invoering van nieuwe regelgeving beter (laten) begeleiden**

- De financiële instellingen zouden zich meer moeten inspannen om tot eenduidige standpunten over de werking van de zorgplichtregels te komen.<sup>383</sup> In de praktijk is er binnen de financiële sector weinig gedaan aan zelfregulering. Een aantal belangrijke operationele vraagstukken (zoals herijking van het cliënten- en/of risicoprofiel, de inhoud van dit profiel en de wijze waarop pen-

381 Zie ook het Rapport Commissie Modernisering Beleggingsinstellingen, 2004. Hierin worden aanbevelingen gedaan over de vergoeding van de fondsbeheerder. Zo zou de beloningsstructuur consistent moeten zijn met het beleggingsbeleid en belangenconflicten niet in de hand moeten worden gewerkt. Daarnaast dient de stimulans die uitgaat van een eventuele prestatieafhankelijke vergoeding, consistent te zijn met het beleggingsbeleid.

382 In het onderzoek van BIS (2003) is naar voren gekomen dat een aandeel in de winst ervoor zorgt dat beleggingsadviseurs elkaar minder imiteren en gelijksoortig beleggingsgedrag vertonen.

383 Zie in dit verband het advies nr. 02/13 'Bemiddeling in financiële diensten' van de SER van 18 oktober 2002. Op pagina 74 staat vermeld: "De SER denkt dat het perspectief voor zelfregulering bij het toezicht op de markt voor financiële dienstverlening kan verbeteren door advisering en overleg."

## VI Concluderende beschouwingen en aanbevelingen

sioengeld zou moeten worden belegd) blijft min of meer onbeantwoord. Zelfregulerende standpunten kunnen veel duidelijkheid bieden en bijdragen aan een min of meer coherente aanpak van zorgplichtproblemen. Bovendien kan het draagvlak voor dergelijke standpunten groter zijn dan voor regels die door de autoriteiten opgelegd zijn. Daarnaast zouden zelfregulerende standpunten vanuit de financiële sector kunnen bijdragen aan het verbeteren van de positie van de financiële instellingen.<sup>384</sup> Op deze wijze bevinden de financiële instellingen zich minder in een slachtofferrol ten opzichte van toezichthouder en media.

- Uit dit onderzoek blijkt dat nieuwe regels en jurisprudentie, al dan niet tijdelijk, bijdragen aan een toename van het aantal claims. Om aansprakelijkheid te voorkomen en om de invoering van nieuwe regels op tijd te realiseren, blijken financiële instellingen sterk naar de letter van de wet (*rule based*) te handelen. Op langere termijn zal dit de mogelijkheden van de beleggingsadviseur doen afnemen om zich flexibel en in bepaalde gevallen cliëntgericht op te stellen bij het geven van het beleggingsadvies. Het afnemen van de mogelijkheden, dat zal leiden tot beperking en formalisering, kan bijvoorbeeld betrekking hebben op het rekening houden met (onverwachte) persoonlijke ontwikkelingen bij een cliënt. Een voorbeeld is het tolereren van een kleine kortstondige marginoverschrijding of de situatie waarbij noodzakelijkerwijs moet worden gehandeld op de financiële markten tegen het risicoprofiel in. Om deze beperking en formalisering te vermijden en de autonomie van zowel de particuliere belegger als de beleggingsadviseur voldoende te waarborgen, zal moeten worden gehandeld naar de geest van de wet (*principle based*). Hiervoor is het noodzakelijk dat de beleggingsadviseur voldoende informatie krijgt over de nieuwe regelgeving en intensiever wordt begeleid en opgeleid. Daarin is een rol weggelegd voor de financiële instellingen, maar ook de autoriteiten zouden er goed aan doen de financiële instellingen te ondersteunen bij het invoeren van nieuwe regelgeving. Dit zou door het aanbieden van informatie- en kennisplatforms kunnen gebeuren. Op de korte termijn zal het direct ondersteunen van de beleggingsadviseurs tot verbeteringen kunnen leiden als het gaat om operationele zorgplichtproblemen. Op de lange termijn zal een structurele ondersteuning noodzakelijk zijn, waarbij aandacht wordt besteed aan technische kennis, vaardigheden en attitude. De toezichthouder concentreert zich nu sterk op het invoeren en coördineren van een nieuwe regel op hoger

<sup>384</sup> Vergelijk het invoeren van de nieuwe gedragsregel per 1 januari 2006 van de Nederlandse Orde van Advocaten. Hierin wordt het de advocaat verboden om een afschrift van een strafdossier aan de media te verstrekken. Deze zelfregulerende maatregel is aangekondigd om zo wetgeving hieromtrent te voorkomen. Overtredingen worden eventueel voorgelegd aan de Raad van Discipline.

niveau binnen financiële instellingen. Dit kan ertoe bijdragen dat het uiteindelijke doel, verandering van gedrag of handelen door de juiste inzet van de energie van mensen, wordt gemist. Dit doel, ook al kan dat niet op zeer korte termijn worden behaald, dient uiteindelijk centraal te staan.

- Willen particuliere beleggers in het beleggingsadviesproces ook daadwerkelijk zelf verantwoordelijkheid kunnen nemen, dan is het opleiden van deze beleggers een methode. Dit dient niet als bevoogding, maar juist om de autonomie te bevorderen. Het opleiden zou echter niet vanuit de toezichthouder moeten worden geïnitieerd, maar vanuit de financiële sector. De overheid of toezichthouder kan, gezien het maatschappelijke belang, wel een ondersteunende rol spelen. Bij het opleiden van particuliere beleggers kan gedacht worden aan het afleggen van een zelftest over de aanwezige kennis omtrent beleggen, gevolgd door een modulair opgebouwde cursus over beleggen via het internet. Hier zou niet alleen aandacht moeten zijn voor de technische beleggingsinformatie, maar ook voor de wijze waarop particuliere beleggers een goede gesprekspartner kunnen zijn voor de beleggingsadviseur. Op deze wijze wordt het probleem van de asymmetrie tot op zekere hoogte opgelost en zal de autonomie van de particuliere belegger worden gewaarborgd.
- Niet alleen zouden de financiële instellingen de particuliere beleggers kunnen opleiden. De geest van de zorgplicht zal eveneens moeten worden uitgedragen naar de particuliere belegger. Op deze wijze krijgt hij begrip voor de regels en kan hij bovenal het voordeel ervan inzien. Uit dit onderzoek blijkt dat veel financiële instellingen moeilijkheden hebben met het verkrijgen van voldoende informatie in het kader van het 'Ken Uw Cliënt'-beginsel. Een reden hiervoor kan zijn dat het de cliënt onvoldoende duidelijk is wat zijn belang is bij het verstrekken van deze informatie.
- Om het mogelijk te maken voor particuliere beleggers om vergelijkingen tussen financiële instellingen te maken, dienen (zelfregulerende) richtlijnen uitgevaardigd te worden voor het risicoprofiel teneinde een zekere standaardisatie te bewerkstelligen. Hierdoor wordt voorkomen dat risicoprofielen met wellicht vergelijkbare naamgevingen in de praktijk verschillend worden geïnterpreteerd. Het argument dat het hanteren van verschillende risicoprofielen onderdeel vormt van de verschillende beleggingsstrategieën die financiële instellingen ten opzichte van elkaar voeren, zou hierbij van ondergeschikt belang moeten zijn ten opzichte van een verder doorgevoerde transparantie. Om het probleem van de onderscheidende kenmerken tussen de financiële instellingen onderling te ondervangen, zou er kunnen worden gewerkt met een standaardrisicoprofiel opgesteld door de Autoriteit Financiële Markten, waartegen ieders risicoprofiel kan worden afgezet. Hierdoor kan de particu-

## VI Concluderende beschouwingen en aanbevelingen

liere belegger de verschillende gehanteerde profielen met elkaar vergelijken, mits de financiële instellingen verplicht worden om ook een toelichting te verstrekken bij deze afwijkingen. Deze verplichting wordt bij voorkeur opgelegd door zelfregulering.

- Het is aan te bevelen dat niet alleen de relatief kortetermijneffecten van het invoeren van de zorgplicht worden onderzocht, maar ook de langetermijneffecten. Het is daarbij wenselijk om behalve het effect op de financiële instellingen, tevens te onderzoeken hoe de particuliere belegger de regels ervaart en welk effect dit heeft op zijn beleggingsgedrag.

**Maak keuze: professionaliseer de beleggingsadviseur of maak hem verkoper**

- De directies van de financiële instellingen zeggen professioneel handelen van de beleggingsadviseur belangrijk te vinden, maar laten hem vaak handelen als een verkoper. Indien ervoor wordt gekozen om de beroepsgroep van beleggingsadviseur te professionaliseren, dan zou hierbij de weg van geleidelijke professionalisering moeten worden gevolgd (zie ook Mintzberg, 1983: 225). Veranderingen in de toelatingseisen en het opzetten van een volwaardig permanent educatieprogramma (met aandacht voor zowel normen, vaardigheden en technische kennis) kunnen effectief bijdragen aan het professionaliseringsproces. Daarnaast zou de beleggingsadviseur meer autonomie moeten krijgen om zelfstandig beslissingen te nemen. Wordt ervoor gekozen de beleggingsadviseur meer te laten optreden als verkoper, dan kan het pad van professionalisering verlaten worden. Dat hierbij de belangen van de cliënt waarschijnlijk minder zullen worden behartigd, behoeft geen betoog.



# Appendix

## Samenvatting

In dit proefschrift staat het effect van de zorgplichtregels op de Nederlandse beleggingsadvisering centraal. Onder de zorgplicht worden alle wetten, regels en verplichtingen verstaan die effecteninstellingen door de overheid, toezichthouder, rechterlijke macht of Klachtencommissie DSI zijn opgelegd. De reden dat er voor beleggingsadvisering is gekozen, ligt in het feit dat deze dienst bijzondere kenmerken heeft ten opzichte van discretionair vermogensbeheer en *execution-only*. De particuliere belegger, in beginsel minder deskundig en ervaren te achten dan een beleggingsadviseur, dient het verstrekte beleggingsadvies op kwaliteit te beoordelen en zelfstandig een beleggingsbeslissing te nemen. Dit staat in tegenstelling tot discretionair vermogensbeheer, waarbij de vermogensbeheerder met behulp van een mandaat de beleggingsbeslissingen neemt en de verantwoordelijkheid voor het zorgvuldig omgaan met de middelen accepteert. Bij *execution-only* voert de particuliere belegger zelfstandig zijn beursorders uit door tussenkomst van de effecteninstelling (bijvoorbeeld via internet of per telefoon).

Centraal in dit onderzoek staat de vraag: ‘Wat zijn de effecten van de zorgplicht op de Nederlandse beleggingsadvisering?’ Om deze vraag te kunnen beantwoorden zijn vijf subvragen gedefinieerd (zie ook § 1.3). Deze subvragen zijn:

1. Welke ontwikkelingen zijn zichtbaar in het klaaggedrag van de particuliere beleggers ten aanzien van de Nederlandse beleggingsadvisering op basis van de door de Klachtencommissie DSI (en voorgangsters daarvan) behandelde klachten?
2. Hoe gaan de financiële instellingen (in casu directieleden en beleggingsadviseurs) om met de implementatie van en het handelen naar de zorgplichtregels?
3. Hebben de regelgeving en jurisprudentie ten aanzien van de zorgplicht invloed op de wijze van adviseren? Zo ja, welke?

4. Hoe gaan de financiële instellingen (in casu directieleden en beleggingsadviseurs) om met de juridische en economische risico's die voortvloeien uit het geven van beleggingsadvies?
5. Voldoet het beleggingsadvies aan de wensen van de particuliere belegger?

Dit proefschrift bestaat uit zes delen (I tot en met VI). In het eerste en inleidende deel wordt met behulp van een casus de brede context geschetst waarin beleggingsadviseurs dagelijks werken (§ 1.1.1). De problemen die kunnen ontstaan in de praktijk, blijken uit mediaberichten, die ook in dit deel aan bod komen (§ 1.1.2). Daarnaast wordt in het inleidende deel de methodologie besproken waarop het empirische deel van dit onderzoek rust (§ 1.4). Er is in dit onderzoek gekozen om theorie en empirische bevindingen naast elkaar te plaatsen, waarbij de waarde voor de praktijk zoveel mogelijk benadrukt wordt. Met behulp van diverse inzichten wordt de stand van zaken beschreven als het gaat om de werking van de zorgplichtregels. Het empirische onderzoek bestaat uit 1. telefonische interviews met 1.001 Nederlandse particuliere beleggers, 2. (semi-)gestructureerde interviews met directieleden van 24 financiële instellingen, 3. schriftelijke enquêtering van 209 beleggingsadviseurs die werkzaam zijn bij de eerder genoemde 24 financiële instellingen, en 4. een documentenonderzoek naar 1.346 door de Klachtencommissie DSI (en voorgangsters daarvan) behandelde klachten over de jaren 1998 tot en met 2004.

Deel II bestaat uit vier hoofdstukken. Hoofdstuk 2 begint met een kort historisch overzicht van de Nederlandse beurshandel en de wijze waarop de beleggingsadviseur (toen 'bankier' of 'commissionair' genaamd) met zijn cliënten omging. Bijzondere aandacht is daarbij besteed aan de wijze waarop de beleggingsadviseur omging met de belangen van zijn cliënten. Werden cliënten actief gewaarschuwd voor beleggingsrisico's? Waren er andere beschermende maatregelen? En hoe kregen deze maatregelen vorm? (zie § 2.2.3). In hoofdstuk 3 worden vervolgens de kenmerken van het hedendaagse advies benoemd (§ 3.2), gezien vanuit de consument en vanuit de financiële instelling. Ook de verplichtingen die samenhangen met het verstrekken van advies, worden hier besproken. Een belangrijk deel van dit hoofdstuk wordt besteed aan het belang van vertrouwen tussen een niet-deskundige cliënt enerzijds en de deskundig veronderstelde beleggingsadviseur en zijn werkgever, de financiële instelling, anderzijds. Tevens komt het belang van integriteit aan de orde. Het hoofdstuk wordt besloten met een antwoord op de vraag óf beleggingsdeskundigen toegevoegde waarde heb-

## Appendix

ben en, zo ja, welke dat dan is. Daarbij zijn drie invalshoeken gekozen: de waarde van de door beleggingsdeskundigen verstrekte analyses en koersvoorspellingen (§ 3.3.1), de waarde van het beleggingsgedrag van beleggingsdeskundigen als agent (§ 3.3.2), en de toegevoegde waarde van de beleggingsdeskundigen zoals de cliënt, de particuliere belegger, deze percipieert (§ 3.3.3). Geconcludeerd wordt dat de toegevoegde waarde, wat betreft het voorspellen van beurskoersen of het doen van koop- of verkoopaanbevelingen, beperkt is. Daarentegen is op basis van onderzoeksgegevens aannemelijk gemaakt dat de beleggingsdeskundige toegevoegde waarde toont in het onderkennen van irrationeel gedrag van de particuliere belegger. Een rationele houding ten aanzien van marktontwikkelingen en het doorvoeren van een risicoreducerende spreiding in een effectenportefeuille kunnen daarbij effectief zijn. Dit standpunt blijkt te worden gedeeld door de particuliere belegger. Deze beschouwt niet de koersvoorspellende krachten van de beleggingsadviseur, maar het analyseren van beleggingsrisico's in de effectenportefeuille als diens toegevoegde waarde.

In hoofdstuk 4 behandel ik het belang van beleggingsadvisering voor de financiële instellingen. Om dit belang in een juiste context te plaatsen, is een theoretische analyse vervaardigd van de diverse belangen die een financiële instelling heeft te behartigen (§ 4.2). Hieruit blijkt dat een financiële instelling nog steeds beschouwd kan worden als een machtig instituut met diverse en complexe belangen. Belangen die een bedrijfseconomische doelstelling kennen én conflicterend kunnen zijn (§ 4.3). In interviews met de directieleden komt het bedrijfseconomische belang van de dienst beleggingsadvisering uitvoerig ter sprake. Duidelijk wordt dat het belang van beleggingsadvisering, mede door de beursmalaise van de jaren 2000-2002, aanzienlijk is afgenomen. Nagenoeg alle directieleden geven aan dat hun beleggingsadviesbedrijf is gereorganiseerd of dat zij op het punt staan dat te gaan doen (§ 4.4). Deze reorganisaties concentreren zich op zes onderdelen: 1. de nadruk leggen op beleggingsadviescliënten met een groter belegbaar vermogen; 2. het bereiken van een hogere activiteitsgraad onder beleggingsadviescliënten; 3. het reduceren van het aantal medewerkers; 4. het invoeren van een vaste adviesvergoeding; 5. het eventueel verkopen van of stoppen met beleggingsadvisering, en 6. de nadruk leggen op een bredere dienstverlening. Op basis van de interviews kan worden geconcludeerd dat een belangrijk neveneffect van deze reorganisaties een vergaande segregatie van cliënten(groepen) op economische criteria is. Cliënten met een effectenportefeuille van beperkte omvang of cliënten die weinig muteren, worden geadviseerd in gestandaardiseerde producten (zoals beleggingsfondsen) te beleggen. Individueel opgebouwde effectenportefeuilles en persoonlijk advies op frequente basis zijn hierbij steeds minder aan de orde.

In hoofdstuk 5 verschuift het perspectief van de financiële instelling naar een van de belangrijkste actoren binnen de effectendienstverlening: de beleggingsadviseur. Dit hoofdstuk start met een vergelijking van de beleggingsadviseur met twee theoretische inzichten.

Allereerst is daar het *principal-agent*-vraagstuk (§ 5.1.1). De *principal* (de particuliere belegger) huurt de kennis en ervaring in die de agent (de beleggingsadviseur) aanbiedt. Hier speelt de karakteristieke kennis en/of ervaringsasymmetrie nadrukkelijk een rol (§ 3.2.3). Slotsom van de analyse is dat de methoden die de particuliere belegger ter beschikking staan om de divergentie te verkleinen, zeer beperkt zijn. Zo kan worden verondersteld dat met de invoering van het 'Ken Uw Cliënt'-beginsel een belangrijke methode om divergentie te verkleinen nageenough verdwenen is: de macht over de persoonlijke informatie. De particuliere belegger wordt min of meer gedwongen veel informatie over de persoonlijke (financiële) situatie prijs te geven. Hem rest nog één methode in een poging de divergentie te verkleinen: het maken van *bonding costs*. De macht lijkt dus sterk geconcentreerd te zijn bij de agent, die deze voor eigen gewin kan inzetten.

Het tweede theoretische inzicht is gebaseerd op de *street-level bureaucrat* (§ 5.1.2). Hier vindt de nuancering van het – tot dan toe wat eenzijdige – beeld van de beleggingsadviseur plaats. Geëquipeerd met discretionaire bevoegdheden heeft de *street-level bureaucrat* een zware verantwoordelijkheid voor het welzijn van zijn 'cliënten', maar ook een sterke machtsbasis om zijn bevoegdheden te gebruiken. In beginsel is de *street-level bureaucrat* een functionaris die het beste voor heeft met zijn 'cliënten' (denk hierbij aan een politieagent of een sociaal werker). Door een gebrek aan middelen en om reden van efficiency komt de *street-level bureaucrat* echter in conflict met zijn eigen rol. Handelen naar bedrijfseconomische ratio wordt hem opgedrongen door het management en gaat zijn handelen domineren. Hier lijkt de vergelijking met de beleggingsadviseur op te gaan. Ook hij moet regelmatig met elkaar conflicterende handelingen verrichten: beoordelen, controleren en het behartigen van de belangen van de cliënt, maar ook van de financiële instelling en van zichzelf. De beleggingsadviseur krijgt geregeld te maken met een tegenstelling in het behartigen van de diverse belangen (§ 5.1.3). Toch volstaat deze constatering niet. In de praktijk blijkt de beleggingsadviseur met zijn diensten wel degelijk in een behoefte van de particuliere belegger te voorzien. Om hier nader inzicht in te krijgen worden vier rolmodellen van de beleggingsadviseur gepresenteerd: de koopjesjager, de risicoanalyticus, de persoonlijk adviseur en de vertrouwenspersoon (§ 5.2.2). Zowel aan de particuliere beleggers, de directieleden als aan de beleggingsadviseurs is gevraagd welk van

## Appendix

de vier gepresenteerde modellen het meest van toepassing is op de beleggingsadviseur. De particuliere beleggers geven de voorkeur aan het analyseren van risico's en het persoonlijk adviseren, boven het 'koopjes jagen'. Dit lijkt te passen in een tijdsbeeld waarbij beurskoersen fors gedaald zijn en (particuliere) beleggers zich voornamelijk richten op het reduceren van beleggingsrisico's. De beleggingsadviseurs en de directieleden zien een andere invulling van hun taak als gewenst: zij zoeken de emotionele band met de cliënt op en zien de beleggingsadviseur bij voorkeur als 'persoonlijk adviseur' of 'vertrouwenspersoon'. Worden deze antwoorden gezien in het licht van de in hoofdstuk 4 genoemde segregatie en van de in hoofdstuk 5 genoemde tegenstelling in belangen, dan komt tot de kritische vraag of de emotionele band met een particuliere belegger, gebaseerd op een persoonlijke band en vertrouwen in een asymmetrische relatie, in diens voordeel wordt ingezet. Met andere woorden: hoe wordt er met de verschillende belangen in de praktijk omgegaan (§ 5.3)? In de zoektocht naar het antwoord op deze vraag blijken er verschillen te zijn tussen grote, middelgrote en kleine financiële instellingen. De dienstverlening bij met name grote financiële instellingen kent een sterke financiële connotatie. Zo wordt de waarde 'profitelijkheid' door een meerderheid van de directieleden van zowel de middelgrote als de grote instellingen als belangrijk ervaren voor een beleggingsadviseur (§ 5.3.2). Eveneens blijkt dat beleggingsadviseurs die werken voor een grote financiële instelling, vaker dan andere beleggingsadviseurs stellen dat er geregeld een discrepantie bestaat tussen de belangen van de werkgever en de belangen van de cliënt (§ 5.3.4). Dat het management van het beleggingsadviesbedrijf van de grote financiële instellingen aanmerkelijk nadrukkelijker op bedrijfseconomische ratio's stuurt, blijkt uit het feit dat hun beleggingsadviseurs (zeer) frequent beoordeeld worden op de behaalde resultaten *op* hun cliënten en zelden op de resultaten behaald *voor* hun cliënten.

In deel III, dat vijf hoofdstukken telt, wordt een brug geslagen tussen het theoretische kader van de zorgplichtregels en de wijze waarop er in de praktijk met deze regels wordt omgegaan. Allereerst wordt in hoofdstuk 6 het theoretische kader van de zorgplichtregels geschetst. Aandacht wordt besteed aan de definitie van 'zorgplicht' (§ 6.2), de reikwijdte van deze zorgplicht (§ 6.3) en concrete regels (§ 6.5). De eigen verantwoordelijkheid van de particuliere belegger wordt hierbij niet vergeten. Hier past de constatering dat de eigen verantwoordelijkheid van de particuliere belegger afhankelijk is van omstandigheden, zoals kennis van en ervaring met beleggen. Dat deskundigheid en ervaring een subjectief karakter hebben, blijkt uit § 6.4. Dat het aanwezig zijn van deskundigheid en/of ervaring moeilijk aantoonbaar is, blijkt in hoofdstuk 7. In dit hoofdstuk presenteer ik de uitkomst

sten van het documentenonderzoek naar 1.346 klachten, behandeld door de Klachtencommissie DSI (en voorgangers daarvan). Allereerst een opmerking over het aanwezig zijn van een claimcultuur. Het is ontegenzeggelijk zo dat het aantal door de klachtencommissie(s) behandelde klachten gestegen is. Daartegenover kan gesteld worden dat beleggen populairder is geworden onder een breed publiek, de koersen van aandelen fors zijn gedaald, de beleggingsverliezen aanzienlijk waren en het aansprakelijk stellen van een financiële instelling een brede mediabelangstelling heeft gekend. Ondanks het toegenomen aantal klachten, blijft de hoogte van de ingediende claims vanaf het jaar 2000 constant. Ook de toewijzing van de claims in bedragen blijft als percentage van de ingediende claim tussen de 6% en 15% (§ 7.2.2). Ik concludeer hieruit dat de particuliere belegger weliswaar *Prozeßfreudiger* is geworden, echter tot op heden zonder grote consequenties voor de financiële instellingen. Dit (unieke) documentenonderzoek maakt het voorts mogelijk enkele conclusies te trekken over de problemen die ontstaan bij effectendienstverlening in het algemeen en beleggingsadvisering in het bijzonder. Particuliere beleggers baseren hun klaagschrift in toenemende mate op verscheidene aspecten van de dienstverlening (§ 7.2.1.2). Niet langer heeft een klaagschrift betrekking op één handeling, zoals het onjuist uitvoeren van een beursorder. In het bijzonder bij beleggingsadvisering worden veel vaker aspecten als ‘het onjuist beleggen van pensioengeld’, ‘het ontbreken van kennis van en/of ervaring met beleggen’ en ‘het niet conform het cliënten- en/of risicoprofiel beleggen’ aangevoerd in één procedure (§ 7.2.7 e.v.). Deze aspecten blijken regelmatig een zwakte te zijn in de verdediging van de financiële instellingen. Aangetoond is dat de introductie van nieuwe regelgeving ertoe bijdraagt dat klaagschriften zich vaak (mede) op het verzaken van deze regels richten. Voorts blijkt dat problemen met de handel in derivaten onverminderd groot blijven (§ 7.2.5). Op basis van het aantal door de Klachtencommissie DSI behandelde klachten over hybride beleggingsproducten (zoals garantiefondsen en *Reverse Convertible Notes*), zou kunnen worden verondersteld dat problemen hiermee minder vaak voorkomen dan wordt aangenomen (§ 7.2.6).

Hoe de particuliere belegger de zorgplichtregels ervaart, wordt in hoofdstuk 8 beschreven. Drie zorgplichtregels zijn aan 1.001 particuliere beleggers in een telefonische enquête voorgelegd. Samenvattend kan gesteld worden dat veel regels welwillend door de particuliere beleggers geaccepteerd worden. Het risicoprofiel wordt echter in de praktijk lang niet altijd gebruikt voor het invullen van de effectenportefeuille (§ 8.2). Het ontvangen van een schriftelijke waarschuwing bij overschrijding van het risicoprofiel en het strikt naleven van de maximale termijn voor marginoverschrijding wordt daarentegen positief gewaardeerd (§ 8.3).

## Appendix

Dit beeld verandert echter zodra de particuliere belegger actief wordt gestuurd in zijn beleggingsgedrag of restricties krijgt opgelegd. Kortom: zodra regels hem raken. Het verplicht volgen van het risicoprofiel wordt niet op prijs gesteld. Er wordt tevens twijfelend of negatief gereageerd op het verplicht volgen van een cursus om de risico's van de optiehandel te begrijpen alvorens men in derivaten zou mogen beleggen (§ 8.4). De conclusie dat de particuliere belegger regelgeving gelaten accepteert, zolang het hem niet belemmert of een inspanning van hem vereist, is gerechtvaardigd. De hoofdstukken 9 en 10 beschrijven de visie op de regelgeving en de jurisprudentie van respectievelijk de beleggingsadviseurs en de directieleden. De resultaten uit de enquêtes onder beleggingsadviseurs laten een gemengd beeld zien van het actueel houden van de kennis op het gebied van de zorgplicht. Bijna de helft van de beleggingsadviseurs zegt regelmatig uitspraken van de Klachtencommissie DSI te lezen. De andere helft doet dit niet regelmatig of nooit (§ 9.1.1). In de begeleiding van de beleggingsadviseurs door de financiële instellingen zijn er eveneens verschillen geconstateerd (§ 9.1.2). Met name bij de grote financiële instellingen blijken de beleggingsadviseurs strikt te worden geïnformeerd hoe bijvoorbeeld om dient te worden gegaan met risicoprofielen (§ 9.1.2.3). In het algemeen blijken de beleggingsadviseurs de zorgplichtregels als positief te ervaren. De interpretatie van regels in de praktijk blijkt voor onduidelijkheid te zorgen. Denk hierbij aan de frequentie van het herijken van het risicoprofiel en de vraag of beleggingen die worden aangehouden bij derden en het eigen woningbezit meegewogen moeten worden in een risicoprofiel. Tot slot zijn het veelal de beleggingsadviseurs van de grote financiële instellingen die stellen dat pensioenvermogen defensief belegd dient te worden en dat dit in het belang van de cliënt is (§ 9.1.3.6). Een stelling die te eenzijdig en te juridisch geconnoteerd is. In hoofdstuk 10 is de visie van de directieleden op de regelgeving weergegeven. Een meerderheid van de directieleden stelt zich regelmatig op de hoogte te houden van ontwikkelingen op het gebied van de zorgplicht (§ 10.1.1). Toch blijkt de kennis over de Nadere Regeling gedragstoezicht effectenverkeer en de Europese richtlijnen (zeer) beperkt te zijn. Evenals de beleggingsadviseurs zijn de directieleden over het algemeen content met de zorgplichtregels (§ 10.1.2). Opmerkelijk genoeg geven de directieleden aan dat de ondersteuning van (onder andere) de beleggingsadviseurs op het gebied van de zorgplicht verbeterd kan worden. De directieleden constateren daarenboven een aantal (grote) problemen in de praktijk bij het implementeren van de (nieuwe) regels. Zo zijn cliënten lang niet altijd bereid om informatie te verstrekken in het kader van het 'Ken Uw Cliënt'-beginsel (§ 10.2.3) en er bestaat onder de directieleden onduidelijkheid hoe vaak een risicoprofiel zou moeten worden geactualiseerd.



Uit de interviews blijkt dat veel directieleden claims van particuliere beleggers zoveel mogelijk trachten te schikken en dus buiten de burgerlijke rechter of Klachtencommissie DSI om afhandelen (§ 10.1.4). Potentiële schade aan het imago speelt hierbij een rol van betekenis. Een meerderheid van de directieleden stelt dat de dreiging met media-aandacht van de zijde van de particuliere belegger in het verleden een rol heeft gespeeld bij de bereidheid tot schikken van een claim (§ 10.1.4.3). Dit hoofdstuk eindigt met een beschouwing van de directieleden over de Autoriteit Financiële Markten (AFM) en het Dutch Securities Institute (DSI) (§ 10.3). Over de dienstverlening van de AFM is een meerderheid van de directieleden niet tevreden. Deze ontevredenheid spitst zich toe op drie aspecten: 1. de kwaliteit van de antwoorden op gestelde vragen en de snelheid waarmee deze antwoorden verstrekt worden (waarbij ook opmerkingen geplaatst zijn over het beperkte kennisniveau van AFM-medewerkers); 2. de rol die de AFM speelt inzake de zorgplicht (men mist daarin een praktische invulling van en voorlichting over de regels); 3. een gemis van een proactieve houding naar marktontwikkelingen (daarbij worden (potentiële) problemen met beleggingshypotheken en leaseproducten genoemd). Over het DSI zijn de directieleden over het algemeen positief, alhoewel door enkele directieleden wordt gesteld dat het DSI zich te weinig profileert in de markt. Tevens heerst – ten onrechte – de gedachte dat het DSI een belangenorganisatie is voor de financiële sector.

Deel IV heeft betrekking op het prestatiegericht belonen en professionalisme. In twee hoofdstukken (11 en 12) wordt inzicht gegeven in de wijze waarop de beloningsstructuur bij beleggingsadvisering in veel gevallen is opgebouwd. De financiële instellingen zijn winstgedreven instituten en de beleggingsadviseurs bij een overgrote meerderheid hiervan worden (deels) beloond naar gelang hun prestaties (§ 11.2.1). In de praktijk betekent dit dat de beloning (deels) afhankelijk is gemaakt van de behaalde omzet op effectenportefeuilles van cliënten. Interessant is de vraag hoe deze wijze van belonen staat tot het beleggingsadvies en bovenal de zorgplicht. Deze vraag wordt beantwoord in hoofdstuk 11. Allereerst wordt in dit hoofdstuk stilgestaan bij de contradictie tussen het behartigen van de belangen van de cliënt (artikel 2 Algemene Bankvoorwaarden en artikel 25 Nrg) en het economische belang dat financiële instellingen nastreven. Eerdere onderzoeken tonen aan dat mensen onder financiële druk onzorgvuldiger kunnen worden in het uitoefenen van hun taak (§ 11.1). Deze conclusie kan alleen indirect bevestigd worden. Beleggingsadviseurs die werken voor grote financiële instellingen, stellen aanzienlijk vaker dan beleggingsadviseurs van andere categorieën instellingen, dat de te behalen provisie regelmatig een rol speelt bij het te geven advies (§ 11.2.2). Deze indirecte bevestiging wordt gevonden in het feit dat met name beleggingsadviseurs

## Appendix

van grote financiële instellingen in potentie onzorgvuldiger zouden kunnen worden in het uitoefenen van hun taak, daar deze beleggingsadviseurs aangeven dat het steeds moeilijker wordt om de aan hen opgelegde financiële doelstellingen te behalen. Daarbij wordt door het management regelmatig de nadruk gelegd op het adviseren van nieuwe beleggingsproducten uit emissie, producten met een hoge marge of het eenzijdig adviseren van (eigen) gestandaardiseerde beleggingsproducten. Naast de beleggingsadviseurs zijn ook de directieleden geïnterviewd over het prestatiegericht belonen. Het zijn directieleden van enkele kleine financiële instellingen die accepteren dat er handelingen plaatsvinden die niet in het belang van de cliënten zijn en dit als 'bedrijfsrisico' lijken te beschouwen (§ 11.2.3). Een aantal directieleden is voorts van mening dat het prestatiegericht belonen op geen enkele wijze de belangen van de cliënt schaadt. Aan het einde van dit hoofdstuk is aandacht besteed aan de mening van de particuliere beleggers over het prestatiegericht belonen. De resultaten laten een gemengd beeld zien. Slechts de helft van de particuliere beleggers is van mening dat het prestatiegericht belonen ertoe bijdraagt dat de belangen van de cliënt niet gediend worden. Tevens blijkt dat zij maar in zeer beperkte mate van mening zijn dat de beleggingsadviseurs zich alleen laten leiden door hun eigen belangen of die van de werkgever. Er blijkt onder particuliere beleggers die gebruik maken van een beleggingsadviseur, een redelijk tot hoog vertrouwen te zijn in de beleggingsadviseur.

In hoofdstuk 12 wordt een verbinding gelegd tussen professionalisme en de beleggingsadviseur. Om te kunnen spreken van een 'professional' zijn er in de literatuur diverse criteria opgesteld (§ 12.2). De beleggingsadviseur is in dit onderzoek onderworpen aan enkele van de 'formele' toetsingscriteria van Goldstein en Donaldson (1979) en de gedragskenmerken voor een professional van Hall (1968). De beleggingsadviseur blijkt in beperkte mate te voldoen aan zowel de 'formele' toetsingscriteria als de gedragskenmerken (§ 12.3). Problemen bij de 'formele' toetsingscriteria zijn: het ontbreken van een eenduidig genoten (economische) opleiding, het ontbreken van een permanent educatieprogramma, een registratiebeleid dat door de instellingen niet altijd strikt wordt nageleefd, het ontbreken van een professionele beroepsvereniging voor beleggingsadviseurs en het relatief onbekend zijn van de gedragscode DSI. Bij de gedragskenmerken blijkt dat de beleggingsadviseur een beperkte autonomie in zijn handelen ervaart, terwijl dit een professional kenmerkt. Directieleden spannen zich daarbij in om de handelingen van de beleggingsadviseur zoveel mogelijk te beheersen. Wel is er een redelijk geloof in de eigen dienstverlening en zelfregulering. Kortweg kom ik tot de conclusie dat de beroepsgroep 'beleggingsadviseur' op enkele vitale onderdelen niet voldoet aan de criteria voor een professional.

In deel V, bestaande uit de hoofdstukken 13 en 14, worden de gevolgen van de zorgplichtregels voor de beleggingsadvisering beschreven. Ook hiertoe zijn drie perspectieven gekozen: dat van de particuliere beleggers, de directieleden en de beleggingsadviseurs. In dit hoofdstuk wordt als het ware de temperatuur van de relatie tussen beleggingsadviseur en particuliere belegger gemeten. In hoofdstuk 8 is geconcludeerd dat de particuliere beleggers weinig bezwaar hadden tegen de zorgplichtregels zolang deze hun autonomie niet beperken. Deze conclusie is congruent met de bevindingen in hoofdstuk 13. Zo wordt het verplicht volgen van een modelportefeuille, dat bij een deel van de financiële instellingen het geval is, door een meerderheid van de particuliere beleggers niet op prijs gesteld. Voorts blijken particuliere beleggers, zoals ook wordt geconstateerd in de conclusies van het documentenonderzoek in hoofdstuk 7, snel geneigd te zijn de juridische wegen te onderzoeken om schade op de financiële instelling te verhalen. Dit laatste wordt in hoofdstuk 14 door beleggingsadviseurs en directieleden als een van de effecten genoemd die de zorgplichtregels hebben op de dagelijkse adviespraktijk (§ 14.1.1). Zij ervaren een toenemend claimgedrag van de particuliere belegger. Daarbij zij opgemerkt dat het tot op heden niet tot een vertrouwensbreuk heeft geleid tussen particuliere belegger en beleggingsadviseur. Een tweede effect dat wordt geconstateerd, is een toenemende juridisering van de dienstverlening (§ 14.1.2). Diverse (juridische) maatregelen worden getroffen, teneinde de aansprakelijkheid van de financiële instelling te beperken. Met name de beleggingsadviseurs die werken voor een grote financiële instelling, zijn omwille van het voorkomen van aansprakelijkheid voorzichtiger geworden in hun advisering. Zij adviseren bij voorkeur bekendere aandelen en het (altijd) defensief beleggen van pensioenvermogen. De genoemde effecten van de zorgplicht hebben een aantal veranderingen teweeggebracht in het beleggingsadviesproces (§ 14.1.4). De directieleden noemen een strakker dan voorheen geregiseerd beleggingsproces, een sterker juridisch geconnoteerde omgang met cliënten en een toenemende controle van de beleggingsadviseurs. Ook hier geldt dat de zorgplichtregels in een aantal gevallen niet eenduidig worden geïnterpreteerd, hetgeen zorgt voor onduidelijkheid binnen de beleggingsadvisering (§14.1.6).

Ik maak de balans op in deel VI en kom in hoofdstuk 15 met antwoorden op de subvragen uit hoofdstuk 1. Er kan worden geconcludeerd dat de effectendienstverlening aan een sterke juridisering onderhevig is. Dit blijkt uit de antwoorden op subvraag 1: ('Welke ontwikkelingen zijn zichtbaar in het klaaggedrag van de particuliere belegger ten aanzien van de Nederlandse beleggingsadvisering op basis van de behandelde klachten door de Klachtencommissie DSI (en voorgangsters daarvan)?') Particuliere beleggers zijn de laatste jaren *Prozeßfreudiger*

## Appendix

geworden en baseren hun klaagschrift vaak op steeds meer aspecten. Vanaf het jaar 2002 doet de klagende particuliere belegger in toenemende mate een beroep op (een combinatie) van de volgende drie aspecten: het onzorgvuldig beleggen van pensioengeld, een beperkte kennis van en/of ervaring met beleggen (kennis-en/of ervaringsasymmetrie) en het niet of onvoldoende volgen van het opgestelde cliënten- en/of risicoprofiel. Op basis van het documentenonderzoek kan niet gesteld worden dat de integrale aansprakelijkheid voor de financiële instelling sterk is toegenomen: de hoogte van de claims en de toewijzing hiervan door de Klachtencommissie DSI blijven constant.

Ondanks de bevinding dat er bij de effectendienstverlening niet gesproken kan worden van een claimcultuur, blijken de opgelegde zorgplichtregels in de praktijk wel hun sporen achter te laten. De antwoorden op de subvragen 2 ('Hoe gaan de financiële instellingen om met de implementatie van en het handelen naar de zorgplichtregels') en 3 ('Hebben de regelgeving en jurisprudentie ten aanzien van de zorgplicht invloed op de wijze van adviseren? Zo ja, welke?') bevestigen dit. Geconcludeerd kan worden dat de toegenomen regelgeving en de aansprakelijkheidstelling een belangrijk negatief effect voor de effectendienstverlening sorteren. Door strikt de zorgplichtregels na te leven (*rule based*) wordt niet in de geest van de zorgplichtregels gehandeld (*principle based*). De geest van zorgplichtregels bestaat uit het behartigen van de belangen van de cliënt. Regelmatig komt voor dat het strikt volgen van de regels prevaleert boven het handelen in het economische belang van de cliënt. Tevens blijkt regelmatig dat beleggingsadviseurs omwille van de aansprakelijkheid voorzichtiger zijn gaan adviseren. Zo adviseren met name de beleggingsadviseurs van de grote financiële instellingen liever bekendere aandelen en worden bij veel middelgrote en grote financiële instellingen alleen aandelen uit een zogenaamde *corelist* geadviseerd. Dat dit de autonomie van de beleggingsadviseur beperkt, betoog ik in § 12.3.2.5, maar ook de autonomie van de particuliere belegger wordt op deze wijze beperkt.

Wat is de reden dat er onvoldoende in de geest van de zorgplichtregels wordt gehandeld? Ik noem zeven redenen:

### **De kwaliteit van het beleggingsadvies wordt nauwelijks gemeten**

Binnen de relatie tussen een particuliere belegger en een beleggingsadviseur speelt de asymmetrie in beleggingskennis en/of ervaring een belangrijke rol. De particuliere belegger huurt de expertise in van de beleggingsadviseur. Over deze expertise heb ik in § 3.3.1 aangegeven dat de beleggingsdeskundige nauwelijks toegevoegde waarde heeft als het gaat om het voorspellen van beurskoersen of

het doen van koop- en verkoopaanbevelingen. Zijn toegevoegde waarde moet worden gezocht in het rationeel handelen en het diversifiëren van beleggingsrisico's (§ 3.3.2). Keer ik terug naar de asymmetrie die kenmerkend is voor de effectendienstverlening, dan valt op dat bij beleggingsadvisering een bijzondere situatie ontstaat; dit noem ik 'de onzuiverheid van de dienst'. De particuliere belegger, in beginsel minder deskundig geacht dan een beleggingsadviseur, dient het verkregen advies te waarderen en te beslissen of hij hierop zal ingaan. Daarbij komt dat de financiële instellingen de voorkeur geven aan de relatiegeoriënteerde diensten die vaak gebaseerd zijn op 'zachte' criteria als 'vertrouwen' (§ 5.2.2). Wordt bij deze situatie ook de toegevoegde waarde van de beleggingsadviseur in acht genomen, dan ontstaat de vraag of het wel in het directe belang is van de beleggingsadviseur en diens werkgever als er criteria gesteld worden waarnaar de kwaliteit van de inspanning beoordeeld kan worden.

### **De belangen van de particuliere belegger, de financiële instelling en de beleggingsadviseur conflicteren geregeld**

De beleggingsadviseurs ervaren regelmatig een conflict in de belangen die zij moeten dienen. Opgemerkt zij dat in dit onderzoek niet is vastgesteld dat het prestatiegericht belonen het belang van de cliënt direct schaadt. Wel blijkt dat het belang van de financiële instelling in de praktijk in veel gevallen prevaleert. Hiervoor zijn twee redenen aan te voeren: Ten eerste worden veel beleggingsadviseurs (zeer) regelmatig beoordeeld op financiële resultaten behaald *op* hun cliënten; terwijl de beleggingsadviseurs zelden worden beoordeeld op de financiële resultaten behaald *voor* hun cliënten. Ten tweede blijkt het prestatiegericht belonen, waarbij de behaalde omzet op een cliënt in veel gevallen een belangrijke indicator is, vaak door het management te worden ingezet om de financiële doelstellingen te realiseren. Dit is het moment waarop de zorgplichtimpasse ontstaat: in plaats van de belangen van de particuliere belegger te behartigen, worden de regels strikt gevolgd. Daarnaast worden de beleggingsadviseurs gestimuleerd om een zo hoog mogelijk economisch voordeel te behalen op dezelfde particuliere belegger.

### **Er is nauwelijks een consistente (sectorbrede) visie op het begrip 'zorgplicht' en de hiermee samenhangende verplichtingen**

Er blijkt tussen de financiële instellingen in Nederland weinig consensus te zijn over de wijze waarop met 'de zorgplicht' en de daarbij verbonden verplichtingen moet worden omgegaan. Zo wordt er door de financiële instellingen verschillend omgegaan met het invullen en herijken van het cliënten- en/of risicoprofiel. De ene financiële instelling weegt het bezit van een eigen woning wel mee in het profiel, terwijl een andere instelling dit nalaat. Hetzelfde geldt voor effecten die aan-

## Appendix

gehouden worden bij andere financiële instellingen. De reden voor het ontbreken van een consensus ligt in het feit dat er weinig intern en extern intercollegiaal overleg over de zorgplicht plaatsvindt op tactisch en uitvoerend niveau.

**De financiële instellingen staan de beleggingsadviseur niet altijd voldoende vrijheid toe om creatief en autonoom een afweging te maken tussen de diverse belangen**

Het handelen in de geest van de zorgplichtregels veronderstelt, in tegenstelling tot het strikt volgen van regels en verplichtingen, een belasting van de beleggingsadviseur, omdat het aandacht, concentratie en beoordelingsvermogen vraagt. De beleggingsadviseur moet daarbij in de gelegenheid zijn om een beroep te doen op hogere en complexere vermogens en vaardigheden. Dit onderzoek toont aan dat aan deze randvoorwaarden nauwelijks wordt voldaan. Omwille van economische efficiëntie en het beheersen van de activiteiten van de beleggingsadviseur, moet de beleggingsadviseur naar eigen zeggen in toenemende mate in een juridisch harnas opereren. Vanuit dit harnas dient hij de risico's van aansprakelijkheid te beperken. Een vergaande juridisering van het adviesproces, waar juridisch indekken en het standaardiseren van adviezen prevaleert, vindt hier plaats. Tegelijkertijd dient hij economische vraagstukken te behandelen en zijn financiële doelstellingen te behalen. Daarbij stellen de beleggingsadviseurs die werken bij een grote financiële instelling, significant vaker dan de andere beleggingsadviseurs dat de wijze waarop zij worden aangestuurd door het management, hen meer belemmert dan ingevoerde wet- en regelgeving. Met name de beleggingsadviseurs van de kleine financiële instellingen stellen dat zij zelf bepalen welk beleggingsadvies wordt gegeven en niet de werkgever. Het merendeel van de beleggingsadviseurs van de middelgrote en de grote financiële instellingen twijfelt hierover of stelt dat de werkgever de adviezen voornamelijk bepaalt. De directieleden van de middelgrote en de grote financiële instellingen treffen veelvuldig maatregelen om actief de handelsvrijheid van de beleggingsadviseur te beperken (zoals het instellen van een *corelist* van te adviseren aandelen en het beperken van de bevoegdheden van de beleggingsadviseurs voor het toestaan van debetstanden of overstanden in de marginverplichting). Ook dienen beleggingsadviseurs in toenemende mate modelportefeuilles te volgen en worden de beleggingsadviseurs nadrukkelijker gecontroleerd op de naleving van de regels van de zorgplicht. Met name de beleggingsadviseurs van de kleine en middelgrote financiële instellingen lijken zich tegen adviesbeperkingen te verzetten en nemen hierin meer vrijheid. De beleggingsadviseurs van met name de grote financiële instellingen worden daarbij in toenemende mate geacht andere financiële producten dan beleggingen te adviseren. Of dit consequenties heeft in de praktijk, is niet onderzocht.

### **Er lijkt onvoldoende draagvlak binnen de gehele financiële sector om de beleggingsadviseur verder te professionaliseren**

Eerder heb ik geconcludeerd dat de beroepsgroep 'beleggingsadviseur' op enkele vitale onderdelen niet voldoet aan de criteria voor een professional. Alhoewel er op enkele onderdelen, zoals tuchtrecht en permanente educatie, een aanzet wordt gedaan tot professionalisering, trek ik op basis van de onderzoeksresultaten in twijfel of er onder de directieleden afdoende draagvlak is om de beleggingsadviseurs verder te professionaliseren. Deze stelling onderbouw ik als volgt: Er is een grote variatie aan genoten opleidingen, waarbij een groot deel niet economisch is. Daarbij worden of zijn gespecialiseerde opleidingen maar zeer beperkt gevolgd. Een meerderheid van de beleggingsadviseurs is voorts van mening dat de toelatingseisen van de DSI-registers niet strenger hoeven te zijn. Ook wordt bij middelgrote en kleine financiële instellingen een functionele scheiding tussen vermogensbeheer en beleggingsadvies slechts beperkt doorgevoerd. Beleggingsadviseurs treden op als vermogensbeheerder en vice versa, terwijl de directieleden in meerderheid van mening zijn dat het discretionair beheer van vermogen een activiteit is die andere (juridische) kenmerken kent en andere eisen stelt aan een medewerker dan het verstrekken van een beleggingsadvies. Voorts constateer ik weinig strijdbaarheid en collectiviteit bij de beleggingsadviseurs. Ik noem het strikt volgens de regels handelen tegenover het handelen in het belang van de cliënt.

### **De beginselen om te kunnen handelen in de geest van de zorgplicht worden niet altijd voldoende uitgedragen door de directieleden**

In het verlengde van het voorgaande punt moet ik concluderen dat directieleden onvoldoende randvoorwaarden creëren om de beleggingsadviseurs in de geest van de zorgplicht te kunnen laten handelen. Deze conclusie baseer ik op het feit dat een meerderheid van de directieleden niet op de hoogte is van het bestaan en/of de inhoud van de gedragscode DSI. Door dit gebrek aan kennis van de code kunnen de directieleden beleggingsadviseurs hierop niet aanspreken en kan beleid niet hierop worden afgestemd. Ook de sterke sturing op economische doelstellingen onderbouwt deze conclusie.

### **In veel gevallen is er een gebrek aan vertrouwen in de samenwerking met de toezichthouder AFM**

Een groot deel van de directieleden heeft weinig waardering voor de toezichthouder AFM (zie § 10.3). Het duurt te lang voordat ingediende vragen worden beantwoord, er is kritiek op de kennis van medewerkers en op de rol die de AFM vervult ten aanzien van de zorgplichtregels. Het gebrek aan vertrouwen in de toe-



## Appendix

zichthouder bij de financiële instellingen staat een open dialoog in de weg en draagt niet bij aan een structurele oplossing voor de genoemde zorgplichtimpasse.

Bij het beantwoorden van subvraag 4 ('Hoe de financiële instellingen omgaan met de juridische en economische risico's die voortvloeien uit het geven van beleggingsadvies?') keer ik eerst terug naar de conclusies van het documentenonderzoek. Ik heb geconstateerd dat de particuliere belegger weliswaar *Prozeßfreudiger* is geworden, maar dat de toewijzing van claims door de Klachtencommissie DSI constant is gebleven. Ook al spreekt een minderheid van de directieleden over een claimcultuur, de toenemende klachten baren de directieleden zorgen. Een van deze zorgen blijkt de moeizame controleerbaarheid te zijn van beleggingsadviseurs. Het aantal beleggingsadviseurs aan wie (direct) leiding wordt gegeven, is te groot óf de leidinggevende heeft onvoldoende kennis van de beleggingsmaterie om de beleggingsadviseurs goed te kunnen controleren. Dit zorgt ervoor dat enkele directieleden de beleggingsadviseurs juist stringenter zijn gaan controleren op het overtreden van de (interne) regelgeving (denk hierbij aan *churning*, het aanwezig zijn van documentatie in het kader van het 'Ken Uw Cliënt'-beginsel, het controleren van beleggingsvoorstellen en het naleven van risicoprofielen).

Het antwoord op subvraag 5 ('Voldoet het beleggingsadvies aan de wensen van de particuliere belegger?') is niet eenduidig te geven. De particuliere belegger heeft opmerkelijk veel begrip voor de regels die in het kader van de zorgplicht worden opgelegd. Handelingen die de beleggingsadviseur in het kader van de zorgplicht moet uitvoeren, worden in eerste aanleg breed geaccepteerd. Denk hierbij aan het strikt naleven van de vijfdagentermijn bij marginoverschrijdingen en de schriftelijke waarschuwingsplicht. Bedreigen deze regels de autonomie van de particuliere belegger actief, dan wordt dezelfde particuliere belegger kritisch en weigert in veel gevallen mee te werken. Toch wordt in het algemeen geconstateerd dat de particuliere belegger die gebruik maakt van een beleggingsadviseur, vertrouwen heeft in zijn adviseur, ook al stelt een meerderheid van de particuliere beleggers dat de beleggingsadviseur zich zowel door de belangen van de cliënt als die van zichzelf laat leiden. Dat de particuliere belegger *Prozeßfreudiger* is geworden, blijkt ook uit dit onderzoek. Een selecte groep volgt de handelingen van de beleggingsadviseur kritisch en kan de relatie snel op scherp zetten. Een andere groep, met name bestaande uit particuliere beleggers met een effectenportefeuille van kleinere omvang, lijkt minder kritisch te zijn. Ik concludeer al met al dat de particuliere belegger redelijk tevreden is over zijn beleggingsadviseur.



In hoofdstuk 16 doe ik een aantal aanbevelingen tot verbetering. De aanbevelingen concentreren zich rondom vier thema's: 1. financiële instellingen zouden de communicatie met de buitenwereld moeten verbeteren, 2. een fundamentele wijziging van beloningsmethodiek en wijze waarop beleggingsadviseurs worden aangestuurd is noodzakelijk, 3. de invoering van nieuwe regelgeving moet door zowel toezichthouder als financiële instelling beter worden begeleid, 4. er moet een heldere keuze gemaakt worden: professionaliseer de beleggingsadviseur of erken hem als verkoper.

## Summary

The central theme of this thesis is the effect of the duty of care on Dutch investment advisors. By 'duty of care' is understood all laws, regulations and obligations imposed upon securities institutions by the government, the supervisor, the judiciary or complaints committee DSI. Investment advice was selected because this service has particular attributes as compared to discretionary asset management and 'execution only'. The private investor, who can in principle be assumed to be less knowledgeable and experienced than an investment consultant, is expected to assess the quality of the recommendations provided and autonomously make an investment choice. This is in contrast to discretionary asset management, where the asset manager makes the investment choices and accepts responsibility for the careful handling of the assets within the guidelines of a mandate. In the case of 'execution only', the private investor places his own stock orders with the intermediation of the securities institution (for example, via the Internet or by telephone).

The central theme of this study is the question: 'What are the effects of the duty of care on Dutch investment consultancy?' To answer this question, five sub-questions have been defined (see also § 1.3):

1. What developments are apparent in the complaints behaviour of the private investors against Dutch investment advisors, based on complaints handled by the Complaints Committee DSI (and its predecessors)?
2. Are the financial institutions (in this instance members of management and investment advisors) dealing properly with the implementation of and operating in accordance with the duty of care?
3. Do the regulations and jurisprudence with regard to the duty of care influence the manner of advising? If so, how?

4. How are the financial institutions (in this instance members of management and investment advisors) dealing with the legal and economic risks arising from offering investment advice?
5. Does the investment advice fulfil the wishes of the private investor?

This thesis comprises six sections (I to VI inclusive). With the aid of a case study, the introductory section outlines the broad context within which investment advisors operate on a daily basis (§ 1.1.1). The problems arising in practice are apparent from media reports, which will also be discussed in this section (§ 1.1.2). Furthermore, the methodology upon which the empirical section of this research is based, is presented in the introductory section (§ 1.4). It was decided to place the theory and the empirical findings side by side in this study, whereby the practical value is emphasised as much as possible. With the aid of different insights, the state of affairs with regard to the operation of the duty of care is described. The empirical research is comprised of 1. telephone interviews with 1,001 Dutch private investors, 2. (semi) structured interviews with managers from 24 financial institutions, 3. written questionnaires from 209 investment advisors working at the aforementioned 24 financial institutions and 4. a study of 1,346 complaints handled by the Complaints Committee DSI over the years from 1998 to 2004 inclusive.

Section II comprises four chapters. Chapter 2 begins with a short historical perspective on Dutch stock market trading and the manner in which the investment advisor (then called a 'banker' or 'stockbroker') dealt with clients. Particular attention is paid to the way in which the investment advisors handled the interests of their clients. Were clients actively cautioned about the risks of investment? Were there other preventative measures? What form did these measures take? (see § 2.2.3). In chapter 3, the attributes of modern-day advising, as seen from both the consumer's and the financial institution's viewpoints, are defined (§ 3.2). The obligations associated with the giving of advice are also discussed here. A major section of this chapter is devoted to the importance of trust between an unskilled client on the one hand and the supposedly expert investment advisor and his employer (the financial institution), on the other. At the same time, the importance of integrity is discussed. The chapter closes with answering the question of whether investment experts have added value and if so, in what way? Three approaches were selected to this end: the value of the analyses and stock price movement predictions provided by investment experts (§ 3.3.1), the value of the

## Appendix

investment behaviour of investment experts as agents (§ 3.3.2) and the added value of the investment experts as perceived by the client, the private investor (§ 3.3.3). It is concluded that the added value is limited in terms of stock price movement predictions and buy or sell recommendations. Conversely, based on the results of this study, it is plausible that the investment experts demonstrate added value in identifying irrational behaviour by the private investor. A rational approach to market developments and maintaining a risk-reducing spread in an investment portfolio can be effective in this respect. This viewpoint seems to be shared by the private investor. It is not the power of stock market price prediction, but the analysis of investment risks in the portfolio that the private investor regards as the added value of the investment advisor.

Chapter 4 deals with the importance of investment advice for the financial institutions. To place the interests of investment advice in its proper context, a theoretical analysis was made of the various interests that financial institutions must represent (§ 4.2). This shows that a financial institution can still be regarded as a powerful institution with various and complex interests. These interests have a commercial goal and can be conflicting (§ 4.3). In the interviews with the management, the economic importance of investment advice was discussed in detail. It became clear that the importance of investment advice has decreased greatly, partly due to the stock market malaise of 2000-2002. Nearly all the members of management indicated that their investment consulting business has been reorganised or that they were about to do so (§ 4.4). These reorganisations focus on six components: 1. putting more emphasis on investment advice clients with a greater amount of capital to invest; 2. the achievement of a higher degree of activity among investment advice clients; 3. reduction of the numbers of employees; 4. the implementation of a fixed consultancy fee; 5. the potential sale or winding up of the investment advice business and 6. putting more emphasis on offering a broader range of services. Based on the interviews, it can be concluded that an important side-effect of these reorganisations is a far-reaching segregation of (groups of) clients on economic criteria. Clients with an investment portfolio of limited size or clients who seldom do transactions are steered towards investing in standardised investment products (such as investment funds). Individually compiled investment portfolios and personal advice on a regular basis are diminishing.

In chapter 5, the perspective shifts from the securities institutions to one of the most important actors in the provision of investment services: the investment advisor. This chapter starts with a comparison of the investment advisor with two theoretical concepts.

In the first instance, there is the 'principal-agent question' (§ 5.1.1). The principal (the private investor) hires the knowledge and experience offered by the agent (the investment advisor). It is particularly this typical knowledge and/or experience asymmetry that plays a role here (§ 3.2.3). The conclusions of the analysis is that the options available to the private investor to reduce this divergence are very limited. It can thus be supposed that with the implementation of the 'Know Your Client'-principle, an important method for reducing divergence has almost disappeared: the power over one's personal information. The private investor is more or less forced to divulge a great deal of information about his personal (financial) situation. There remains just one way to attempt to reduce divergence: by incurring 'bonding costs'. The power therefore seems to lie strongly with the agent, who can use it to his own advantage. However, this would be too simplistic an observation.

The second theoretical concept is based on 'the street-level bureaucrat' (§ 5.1.2). This is where the subtle distinction from the, until then rather one-sided, image of the investment advisor takes place. Equipped with discretionary authority, the street-level bureaucrat has not only a heavy burden of responsibility for the welfare of his 'clients', but also a strong power base from which to use his authority. In principle, the street-level bureaucrat is a functionary, with the best interests of his 'clients' at heart (think of a policeman or a social worker). However, due to a lack of means and because of a need for efficiency, the street-level bureaucrat comes into conflict with his own role. The management imposes an economic rationale on him and this starts to dominate his actions. This is comparable to the situation of the investment advisor. He must also regularly perform actions that are in conflict with each other: assessing, monitoring and looking after the interests of the client, those of the financial institution and his own. The investment advisor often has to deal with a contradiction in the management of the various interests (§ 5.1.3). However, this observation is insufficient. In practice, it appears that the investment advisor and his services really do provide for a need of the private investor. To obtain further insight into this, four role models of the investment advisor are presented: the bargain hunter, the risk analyst, the personal advisor and the counsellor (§ 5.2.2). The private investors, the management of the financial institutions and the investment advisors were asked which of the four models presented is most applicable to the investment advisor. The private investors prefer risk analysis and personal advice over 'bargain hunting'. This seems appropriate in an era when stock exchange prices have fallen dramatically and (private) investors are primarily occupied with reducing the risks of investment. The investment advisors and the man-

## Appendix

agers regard another aspect of their role as desirable: they look for an emotional bond with the client and see the investment advisor preferably as a 'personal advisor' or 'counsellor'. If these answers are considered in the light of the segregation referred to in chapter 4 and the conflicts of interest mentioned in chapter 5, then one comes to the crucial question of whether the emotional bond with a private investor, based on personal ties and trust in an asymmetrical relationship, is used to the investor's advantage. In other words: how are the conflicting interests handled in practice (§ 5.3)? In the search for the answer to this question there appear to be differences between large, medium-sized and small financial institutions. The provision of services, particularly with large financial institutions, has a strong financial connotation. Thus, 'profitability' is regarded as important for an investment advisor by a majority of the management of both the medium-sized and the large institutions (§ 5.3.2). Likewise, it appears that investment advisors who work for large financial institutions state that a discrepancy arises between the interests of their employer and the interests of the client more often than other investment advisors (§ 5.3.4). That managers of investment consultancy business of large financial institutions concentrate more on the economic rationale is demonstrated by the fact that their investment advisors (very) frequently are assessed on the results achieved *on* their clients and seldom on the results achieved *for* their clients.

In section III, which contains five chapters, a link is made between the theoretical framework of the duty of care rules and the way in which these regulations are handled in practice. In chapter 6, the theoretical framework of the duty of care is first outlined. Here, attention is paid to the definition of 'the duty of care' (§ 6.2), the scope of this duty (§ 6.3) and concrete regulations (§ 6.5). The personal responsibility of the private investor is not forgotten in this respect. At this point, it is appropriate to observe that the personal responsibility of the private investor is dependent on factors such as knowledge and experience in investment. The subjective character of expertise and experience is apparent from § 6.4. The fact that the presence of expertise and/or experience is difficult to demonstrate is proven in chapter 7. In this chapter, I present the results of the documentation study of 1,346 complaints handled by the Complaints Committee DSI. Firstly, I make an observation about the existence of a complaints culture. It is indisputably true that the number of complaints handled by the Complaints Committee DSI has risen. On the other hand, it can be also be said that investing has become more popular amongst a broader segment of the public, the prices of shares have fallen dramatically, investment losses have been considerable and claims against financial institutions have received widespread

media interest. Despite the higher number of complaints, the amount claimed has remained constant since the year 2000. The claim amount granted also remains between 6% and 15% of the submitted claims (§ 7.2.2). I conclude from this, that the private investor has become '*Prozeßfreudiger*' (more litigious), however for the time being, with no significant consequences to the financial institutions. This (unique) documentation research furthermore makes it possible to draw some conclusions about the problems arising from investment services in general and investment consulting in particular. Private investors increasingly base their written complaints on several aspects of the service (§ 7.2.1.2). No longer does a written complaint relate to just one action, such as the incorrect execution of a stock market order. Particularly in the case of investment advice, much more often aspects such as: 'incorrect investment of pension funds', 'a lack of knowledge of and/or experience with investments' and 'failure to invest in accordance with the clients' risk profile' are advanced in one procedure (§ 7.2.7 *et. seq.*). These aspects often turn out to be weaknesses in the defences of the financial institutions. It has been shown that the introduction of new regulations has contributed to the fact that written complaints are often (also) based on a failure to observe these rules. Furthermore, it appears that the number of complaints with the derivatives trade remain high (§ 7.2.5). Based on the number of complaints handled by the Complaints Committee DSI regarding hybrid investment products (such as guarantee funds and 'Reverse Convertible Notes'), it could be assumed that problems in this area are far less common than was previously thought (§ 7.2.6).

The experience of the private investor with the duty of care regulation is described in chapter 8. Three duty of care rules were presented to 1,001 private investors in a telephone survey. In summary, it can be stated that many regulations were favourably received by the private investors. Although the risk profile is not always used for the compilation of the investment portfolio (§ 8.2). Even the receipt of a written warning in the event of transgression of the risk profile and strict compliance with the maximum term for exceeding margins is positively appreciated (§ 8.3). This picture changes however, as soon as the investment behaviour of the private investor is actively guided or restrictions are imposed upon him. In short: as soon as the regulations affect him. Obligatory adherence to the risk profile is not appreciated. At the same time, there were doubtful or negative reactions to a mandatory course on understanding the risks of options trading before being allowed to invest in derivatives (§ 8.4). Drawing the conclusion that the private investor resignedly accepts the regulations, as long as they do not restrict him or require any effort on his behalf is justified.

## Appendix

Chapters 9 and 10 describe the views of the investment advisors and the members of management, respectively, with respect to the regulations and jurisprudence. The results from the surveys of investment advisors show a mixed picture with respect to keeping up to date in their knowledge of the duty of care. Almost half of the investment advisors stated that they regularly read judgements given by the Complaints Committee DSI. The other half does this occasionally or not at all (§ 9.1.1). Differences were likewise established in the supervision of the investment advisors by the financial institutions (§ 9.1.2). It seems to be particularly the large financial institutions where the investment advisors are rigorously informed about how, for example, to deal with risk profiling (§ 9.1.2.3). In general, it appears that the investment advisors have a positive experience of duty of care rules. In practice, interpretation of the rules seems to cause confusion. Examples of this are: the frequency of reviewing the risk profile and whether investments held with third parties and home ownership should be factored into a risk profile. Finally, it is mostly the investment advisors with the large financial institutions who state that pension capital should be invested defensively and that this is also in the interest of the client (§ 9.1.3.6). A proposition that is too one-sided and has too many legal connotations. In chapter 10, the view of the members of management on the regulations is demonstrated. A majority of the members of management stated that they regularly keep themselves informed about developments in the area of the duty of care (§ 10.1.1), and yet, their knowledge about ‘the Further Regulations for conduct supervision’ and the European guidelines seems to be (very) limited. Similarly to the investment advisors, the members of management were generally satisfied with the duty of care (§ 10.1.2). Remarkably enough, the members of management indicated that the support for (among others) the investment advisors in the area of duty of care could be improved. Moreover the members of management have noticed a number of (substantial) problems with the implementation of the (new) regulations in practice. Clients are by no means always willing to supply information within the framework of the ‘Know Your Client’-principle (§ 10.2.3) and there is a lack of clarity amongst the members of management as to how often a risk profile should be reviewed.

From the interviews, it is apparent that many members of management will endeavour to settle claims from private investors outside the civil courts or the Complaints Committee DSI (§ 10.1.4). Potential damage to their image plays a significant role in this. A majority of the members of management stated that the threat of media attention from the private investor has played a role in their readiness to settle claims in the past (§ 10.1.4.3). This chapter ends with the



members of management' opinions of the Financial Markets Authority (AFM) and the Dutch Securities Institute (DSI) (§ 10.3). A majority of the members of management is not satisfied with the service provided by the AFM. This dissatisfaction arises from three factors: 1) the quality of the answers to their questions and the speed with which these answers are provided. Comment was also made about the limited knowledge of AFM employees; 2) the role that the AFM plays on the subject of the duty of care. They experience a lack of practical information and explanation of the regulations; 3) the lack of a proactive stance to market developments. Potential problems with investment mortgages and lease products were mentioned. The members of management were generally positive about the DSI, although several stated that the DSI does not sufficiently project a distinct identity in the market. At the same time, the opinion is (incorrectly) that the DSI is an interest group that represents the financial sector.

Section IV is related to performance-related remuneration and professionalization. In two chapters (11 and 12) an insight is given into the way in which the remuneration is often structured in investment consulting. The financial institutions are profit-driven organisations and the overwhelming majority of investment advisors are (partly) paid in relation to their results (§ 11.2.1). In practice, this means that the remuneration is (partly) dependent on the turnover achieved on the investment portfolios of the clients. It is interesting how this method of remuneration relates to the investment advice and, above all, the duty of care. This question will be answered in chapter 11. Firstly, in this chapter I reflect on the contradiction between putting the interests of the client first and foremost (article 2, General Banking Conditions and article 25 of the Further Regulations for conduct supervision) and the economic interests pursued by financial institutions. Previous studies have shown that people under financial pressure can become less careful in the execution of their duties (§ 11.1). This conclusion can only be confirmed indirectly. Investment advisors working for large financial institutions compared to investment advisors who work for other categories of financial institutions, state considerably more frequently that the commission earned often plays a role when giving financial advice (§ 11.2.2). Indirect confirmation of this can be found in the fact that investment advisors working for large financial institutions can potentially become more careless in the performance of their duties because they have indicated that it is becoming increasingly difficult to achieve the financial targets imposed upon them. Moreover, the management regularly insists on the recommendation of newly issued investment products, those with a high margin or the biased recommendation of their own standardised investment products. Besides the investment advisors, the members of man-

## Appendix

agement were also interviewed about performance-related remuneration. Members of management of several small financial institutions accept that actions take place that are not in the interests of the clients and seem to consider this as a 'business risk' (§ 11.2.3). Furthermore, a number of the members of management is of the opinion that performance-related remuneration in no way harms the interests of the client. At the end of this chapter, attention is paid to the opinions of private investors on performance-related remuneration. The results reveal a mixed picture. Only half of the private investors are of the opinion that performance-related remuneration is not conducive to serving the interests of the client. At the same time, it appears that only a very limited number are of the opinion that investment advisors are only guided by their own interests or those of their employers. There appears to be a moderate to high level of trust in the investment consultant among the private investors who employ them.

In chapter 12, a link is made between professionalization and the investment advisor. Various criteria that qualify a 'professional' have been set in the literature (§ 12.2). The investment advisor in this research is subjected to several of the 'formal' testing criteria of Goldstein and Donaldson (1979) and the behavioural characteristics for professionals of Hall (1968). The investment advisor appears to fulfil both the 'formal' testing criteria and these behavioural characteristics only to a limited extent (§ 12.3). Problems with the 'formal' testing criteria are: the lack of an unequivocal (economic) education, the lack of a permanent educational programme, a registration policy that is not always strictly observed by the institutions, the lack of a professional body for investment advisors and their relative unfamiliarity with the DSI code of conduct. With the behavioural characteristics it appears that the investment advisor has only limited autonomy in his actions, whilst this is a key characteristic of the professional. The members of management make efforts to control the actions of the investment advisor as much as possible. There is however a reasonable belief in their own service provision and self-regulation. In short, I have come to the conclusion that the occupation 'investment advisor' does not meet the criteria for a professional in several vital respects.

The consequences of the duty of care rules for investment advice are described in section V, comprising chapters 13 and 14. Three perspectives were also selected to this end: that of the private investors, the members of management and the investment advisors. It is in this chapter that the temperature of the relationship between investment advisor and private investor is measured. In chapter 8 it is concluded that the private investors have few objections to the duty of care

as long as it does not limit their autonomy. This conclusion corresponds with the findings in chapter 13. Keeping to an obligatory model portfolio, which is the case in some of the financial institutions, is not appreciated by a majority of the private investors. As also established in the conclusion of the documentation study in chapter 7, it appears that private investors are quickly inclined to investigate legal ways to recover damages from the financial institutions. In chapter 14, the latter is seen by investment consultants and the members of management as one of the effects that the duty of care has on daily consulting practice (§ 14.1.1). They have experienced increasing claims from the private investor. At the same time, it should be noted that up until now this has not led to a breach of the trust between private investor and investment advisor. A second effect that was established is an increased legalisation of the provision of services (§ 14.1.2). Various legal measures are taken to limit the liability of the financial institutions. Investment advisors who work for large financial institutions particularly have become more cautious in their advice in order to avoid such liability. They prefer to recommend better known shares and that pension capital should (always) be defensively invested. The effects of the duty of care referred to have brought about a number of changes in the investment consulting process (§ 14.1.4). The members of management mention a more tightly controlled investment process, a stronger legal element to their dealings with clients and increased monitoring of their investment advisors. In this respect, in a number of cases the duty of care is ambiguously interpreted, leading to a lack of clarity within the investment consulting profession (§14.1.6).

I draw up the balance in section VI and in chapter 15 to provide answers to the sub-questions in chapter 1. It can be concluded that the provision of investment services is becoming strongly juristic. This is apparent from the answers to sub-question 1: ('What developments are apparent in the complaints behaviour of the private investor against Dutch investment consultants, based on complaints handled by the Complaints Committee DSI?'). Private investors have become '*Prozeßfreudiger*' in recent years and they often base their written complaints on an increasing number of aspects. As of the year 2002, the complaining private investor has increasingly been invoking (a combination of) the following three aspects: lack of due care with the investment of pension funds, a limited knowledge of and/or experience with investing (knowledge and/or experience asymmetry) and not or insufficiently following the clients' risk profile. The study of documents does not suggest that the intrinsic liability of the financial institutions has greatly increased: the amount of claims and the compensation by the Complaints Committee DSI remains constant.

## Appendix

Despite the fact that the study of documents does not support the existence of a complaints culture in the provision of investment services, the imposed duty of care has made its mark in practice. The answers to sub-question 2 ('Are the financial institutions dealing properly with the implementation of and operation in accordance with the duty of care?') and 3 ('Do the regulations and jurisprudence with regard to the duty of care influence the manner of advising? If so, how?') confirm this. It can be concluded that the increased regulation and liability have had an important negative effect on the provision of investment services. Strict adherence to the duty of care ('rule based') is not in the spirit of the duty of care ('principle based'). The spirit of the duty of care rules involves looking after the interests of the client. It frequently occurs that strict adherence to the regulations prevails above acting in the economic interests of the client. At the same time, it appears that investment advisors are often more careful with their advice because of their own liability. In this way, investment advisors, particularly within the large financial institutions, prefer to recommend better known shares and medium-sized and large financial institutions recommend only shares of a so-called 'core list'. I argue in § 12.3.2.5 that in this way, not only the autonomy of the investment advisor is limited but also the one of the private investor.

Why is there insufficient action in the spirit of the duty of care rules? I mention seven reasons:

### **The quality of the investment advice is hardly ever measured**

Within the relationship between a private investor and an investment advisor the contrast in investment knowledge and/or experience plays an important role. The private investor hires the expertise of the investment advisor. I indicated in § 3.3.1 that the expertise of the investment professional has hardly any added value with regard to the prediction of share prices or the provision of a buy and sell recommendation. The added value must be sought in rational dealing and diversification of investment risks (§ 3.3.2). I return to the asymmetry that is characteristic for the provision of investment services. I refer to this as 'the impurity of the service'. The private investor, considered in principle to be less adept than an investment advisor, has to assess the advice received and decide whether or not to act on it. Moreover, the financial institutions prefer personal relationship-oriented services, which are often based on 'soft' criteria like 'trust' (§ 5.2.2). If the added value of the investment advisor is also kept in mind in this situation, then the question arises as to whether it is in the direct interest of the investment advisor and his employer, that criteria are set by which the quality of their efforts can be assessed.

**The interests of the private investor, the financial institutions and the investment advisor are in frequent conflict**

The investment advisors regularly experience a conflict in the interests they must serve. It should be noted that in this study it has not been established that performance-related remuneration directly harms the interests of the client. It has however been shown that in practice the interests of the financial institutions prevail in many cases. Two reasons could be proposed for this: firstly, many investment advisors are (very) often assessed on financial results achieved *on* their clients, whilst the investment advisors are seldom assessed on the financial results achieved *for* their clients. Secondly, it seems that performance-related remuneration, whereby the turnover achieved from a client is in many cases an important indicator, is often instituted by the management in order to realize their financial goals. It is here that the duty of care impasse arises: the regulations are strictly adhered to instead of looking after the interests of the private investor. Moreover, the investment advisors are encouraged to achieve as much economic gain as possible from the same private investor.

**There is scarcely a consistent (sector-wide) view on the concept of ‘duty of care’ and its associated obligations**

There seems to be little consensus among the financial institutions in the Netherlands on how to deal with the ‘duty of care’ and its associated obligations. For example: the financial institutions deal differently with the filling in and re-evaluation of the client’s risk profile. Some financial institutions take home ownership into consideration, whilst others do not. The same is true for securities that are held with other financial institutions. The reason for this lack of a consensus lies in the fact that little internal and external inter-collegial consultation takes place on a tactical and operational level about the duty of care.

**The financial institutions do not always allow the investment advisor sufficient freedom to be creative and assess the various interests autonomously**

Acting in the spirit of the duty of care rules, as opposed to strictly adhering to regulations and obligations, presupposes a burden on the investment advisor because it requires attention, concentration and a capacity for judgement. The investment advisor must thereby take recourse in higher and more complex abilities and skills. This study demonstrates that these essential conditions have hardly been met. For the sake of economic efficiency and control of the activities of the investment advisor, the investment advisor must in his own words, “increasingly operate in a legal straitjacket”. From within this straitjacket he has to limit the risks of liability. A far-reaching legalisation of the consulting process occurs here, where legal cover

## Appendix

and the standardisation of advice prevails. At the same time, he has to deal with economic problems and achieve his financial targets. Investment advisors working for large financial institutions state significantly more often than other investment advisors that the way in which they are supervised is more of a hindrance than the laws and regulations. It is primarily the investment advisors working for the smaller financial institutions who state that they themselves determine what investment advice is given rather than their employer. The majority of the investment advisors of the medium-sized and large financial institutions have doubts about this or state that it is the employer who mostly determines the recommendations. It is the members of management of the medium-sized and large financial institutions who frequently take measures to actively limit the freedom of action of the investment advisor (such as the establishment of a 'core list' of shares to be recommended and limiting the authority of the investment advisors to allow overdrafts or short positions with margin obligations). In addition, investment advisors must increasingly follow model portfolios and they are more markedly monitored on adherence to the regulations of the duty of care. Investment advisors particularly from the small and medium-sized financial institutions seem to be resisting these restrictions by being more liberal in their recommendations. The investment advisors of the large financial institutions in particular are increasingly obliged to recommend financial products other than investments. Whether this has any consequences in practice has not been investigated in this study.

**There seems to be insufficient support within the whole financial sector for the further professionalization of the investment advisor**

Earlier, I concluded that the professional group 'investment advisors' does not fulfil the criteria for professionals in several vital aspects. Although in some respects, (e.g. disciplinary rules and ongoing education), a start has been made with regard to professionalization, based on the results of this study, I doubt that there is sufficient support amongst members of management for the further professionalization of investment advisors. I will substantiate this as follows: there is a large variation in the educational achievements of the profession, with a lack of emphasis on economic knowledge. Moreover, specialised training is undertaken on a very limited basis. Furthermore, a majority of the investment advisors is of the opinion that the requirements for DSI-registration do not need to be more stringent. Medium-sized and small financial institutions have implemented a functional separation between asset management and investment advice only to a limited extent. Investment advisors act as asset managers and vice versa, whilst the majority of the members of management are of the opinion that the discretionary management of assets is an activity that has other (legal) attributes making different demands

on employees than giving investment advice. Furthermore, I detect little militancy or cohesion among the investment advisors. An example of this is the investment advisor acting strictly in accordance with the regulations, as opposed to acting in the interests of the client.

**The basic principles that enable advisors to act within the spirit of the duty of care are not always sufficiently encouraged by the members of management**

Following on from my previous point, I must conclude that members of management create insufficient boundary conditions to enable the investment advisors to act within the spirit of the duty of care. This observation is made on the basis that a majority of the members of management is unaware of the existence and/or the contents of the DSI-code of conduct. Due to ignorance of the code, the management cannot address investment advisors in this respect and policy cannot be adapted to it. The strong emphasis on economic targets underpins this conclusion.

**In many cases, there is a lack of trust in the collaboration with the AFM supervisor**

A large part of the members of management has little regard for the AFM supervisor (see § 10.3). There are significant delays before queries are answered, and there is criticism of the knowledge on its employees and of the role that the AFM fulfils with regard to the duty of care regulations. The lack of trust in the supervisor by the financial institutions is a barrier to open dialogue and does not contribute to a structural solution for the said duty of care impasse.

In answering sub-question 4 ('How are the financial institutions dealing with the legal and economic risks arising from offering investment advice?') I first return to the conclusions of the study of documents. It is here that I have established that the private investor may well have become '*Prozeßfreudiger*', but that the granting of compensation by the Complaints Committee DSI has remained constant. Even though only a minority of the members of management spoke of a complaints culture, the increasing number of complaints have caused them some concern. One of these concerns turns out to be the difficulty of monitoring the actions of investment advisors. The number of investment advisors who are (directly) managed is too large or the manager has insufficient knowledge of investment issues to be able to monitor the investment advisors properly. This has led to several members of management monitoring the investment advisors more stringently for violating the (internal) regulations (e.g. 'churning', the presence of documentation in the framework of the 'Know Your Client'-principle, the monitoring of investment proposals and adherence to the risk profiles).

## Appendix

The answer to sub-question 5 ('Does the investment advice fulfil the desires of the private investor?') is not easy to give. The private investor has a remarkable amount of sympathy for the regulations imposed within the framework of the duty of care. Activities that the investment advisor must perform within the framework of the duty of care are broadly accepted by the private investors. One could mention strict compliance with the five-day period for margins and the obligation to provide written warnings. If these regulations actively threaten the autonomy of the private investor then the same private investor is likely to become critical and refuses to co-operate in many cases. However, it has been established that on the whole the private investor who employs an investment advisor trusts his advisor; despite the private investors stating that the investment advisor is guided both by the interests of the client and his own. It has been shown by this study that the private investor has become '*Prozeßfreudiger*'. A smaller percentage criticizes the actions of the investment advisor and the relationship can quickly become acrimonious. Particular private investors with a smaller investment portfolio appear to be less critical. I conclude that on the whole, the private investor is reasonably satisfied with his investment advisor.

In chapter 16, I make a number of recommendations. These recommendations are centred around four main issues: 1. financial institutions will have to improve communications with the outside world, 2. fundamental changes are necessary in the method of remuneration and the way in which investment advisors are managed, 3. the implementation of new regulations must be better managed by both authorities and financial institutions, 4. a clear choice must be made: the professionalization of the investment advisor or the recognition that his role is the one of a salesman.



## Geraadpleegde literatuur

- Abegglen, S. (1995). *Die Aufklärungspflichten in Dienstleistungsbeziehungen, insbesondere im Bankgeschäft. Entwurf inses Systems zu ihrer Konkretisierung*, Stämpfli, Bern.
- Akker, E.J.A.M. van den & J.M. Barendrecht (1996). Aansprakelijkheid van de bank wegens het schenden van een informatieplicht, *ACV* 4, p. 73-80.
- Akker, E.J.A.M. van den & J.M. Barendrecht (1999). *Informatieplichten van dienstverleners*, W.E.J. Tjeenk Willink, Deventer.
- Allen, F. (2001). Do Financial Institutions Matter?, *Journal of Finance* 4, p. 1165-1174.
- Allen, L., J. Jagtiani & A. Saunders (2000). *The Role of Bank Advisors in Mergers and Acquisitions*.
- Antonidus, G. & N.L. van der Sar (1990). Individual expectations, risk perception and preferences in relation to investment decision making, *Journal of Economic Psychology*, Vol. 11, p. 227-245.
- Argyris, Chr. (1970). *Intervention theory and method: A Behavioral Science View*, Reading Massachusetts, Addison-Wesley Publishing Company, London.
- Arkes, H.R., R.M. Dawes & C. Christensen (1986). *Factors Influencing the Use of a Decision Rule in a Probabilistic Task*, *Organizational Behavior and Human Decisions Processes*, Vol. 37, p. 93-110.
- Ashton, R.H. (1990). Pressure and Performance in Accounting Decision Settings: Paradoxical Effects of Incentives, Feedback, and Justification, *Journal of Accounting Research*, Vol. 28, p. 148-180.
- Autoriteit Financiële Markten (2005). *Enquête over de AFM*.
- Autoriteit Financiële Markten (2005). *Voortdurende zorgplicht: Generieke rapportage van het onderzoek naar Zorgplicht bij ontwikkeling en verkoop van producten*.
- Baarda, D.B. & M.P.M. de Goede (2001). *Basisboek Methoden en Technieken*, Stenfert Kroese, Groningen.
- Baarda, D.B., M.P.M. de Goede & J. Teunissen (2005). *Basisboek kwalitatief onderzoek: praktische handleiding voor het opzetten en uitvoeren van kwalitatief onderzoek*, Stenfert Kroese, Houten.

## Appendix

- Bakkerus, S.O.H. (2000). *Bancaire aansprakelijkheid*, dissertatie Katholieke Universiteit Nijmegen, W.E.J. Tjeenk Willink.
- Bank for International Settlements (2003). *Incentive structures in institutional asset management and their implications for financial markets*.
- Bank Administration Institute (2000). *Survival on the Front Lines*.
- Barber, B.M. & T. Odean (2001). The Internet and the Investor. *The Journal of Economic Perspectives*, Vol. 15, no. 1, p. 41-54.
- Barber, B.M., R. Lehavy, M. McNichols & B. Trueman (2001). Can Investors Profit from the Prophets? Security Analyst Recommendation and Stock Returns. *Journal of Finance*, Vol. LVI, no. 2, p. 531-563.
- Barendrecht, J.M. (1999). De schimmige status van het advies. Naar een privaatrechtelijke regeling van de verplichtingen van adviseurs, *Nederlands Juristenblad*, nr. 29, p. 1361-1370.
- Barendrecht, J.M., I. Giessen, M.H.W. Schellekens & M.W. Scheltema (2002b). *Overheidsaansprakelijkheid voor informatieverstrekking*, Boom Juridische uitgevers, 's-Gravenhage.
- Bateson, J.E.G. & M.K. Hui (1991). Perceived Control and the Effects of Crowding and Consumer Choice on Service Experience. *Journal of Consumer Research*, Vol. 18, September, p. 174-184.
- Baucus, M.S. & J.P. Near (1991). Can Illegal Corporate Behavior Be Predicted? An Event History Analysis. *The Academy of Management Journal*, Vol. 34, no. 1 (March), p. 9-36.
- Bear, L.A. & R. Maldonado-Bear (2001). *Managing Ethical Risk, The Securities Industry and the Law*, NYU Stern School of Business.
- Beckett, A., P. Hower & B. Howcroft (2000). An exposition of consumer behaviour in the financial services industry, *International Journal of Bank Marketing*, Vol. 18, no.1, p. 15-26.
- Benartzi, S. & R.H. Thaler (2002). How Much Is Investor Autonomy Worth?, *Journal of Finance*, Vol. LVII, no. 4, p. 1593-1616.
- Benston, G. & C.W. Smith (1976). A Transactions Cost Approach to the Theory of Financial Intermediation, *Journal of Finance*, Vol. 31, no. 2, p. 215-231.
- Berger, H. (1974). *Untersuchungsmethode und Soziale Wirklichkeit*, Frankfurt.
- Bhattacharya, S. & A.V. Thakor (1993). Contemporary Banking Theory, *Journal of Financial Intermediation*, Vol. 3, p. 2-50.
- Biais, B., D. Hilton, K. Mazurier & S. Pouget (2005). Judgemental Overconfidence, Self-Monitoring, and Trading Performance in an Experimental Financial Market, *Review of Economic Studies*, Vol. 72, p. 287-312.
- Blau, P.M., W.R. Scott (1963). *Formal Organizations, A Comparative Approach*, Routledge & Kegan Paul, London.

- Block, P. (1981). *Flawless Consulting: a guide to getting your expertise used*, Jossey-Bass/Pfeiffer, New York.
- Boelsma, A. & T. Hak (1979). Partijdigheid in het ploegendienstonderzoek, *Psychologie en maatschappij*, Vol. 79, no. 7, p. 101-119.
- Boom, W.H. van (2003). Bancaire zorgplicht en eigen verantwoordelijkheid van de belegger, *Nederlands Tijdschrift voor Burgerlijk Recht*, p. 555-564.
- Bouman, L. (1929). *Beleggen en Speculeeren*, N.V. Haagsche Drukkerij, 's-Gravenhage.
- Bommel, M.J. van & B.A.J. Zebregs (2003). De beursorderlijn en artikel 28 Nrg, *Tijdschrift voor Effectenrecht* 11, p. 211-220.
- Boot, A.W.A. (2000). Relationship Banking: What Do We Know?, *Journal of Financial Intermediation* 9 (1), p. 7-25.
- Boot, A.W.A. (2002). Transparantie en beleggingsinstellingen: twee handen op een buik? in: *10 jaar Wtb*, De Nederlandsche Bank, 2002, p. 31-35.
- Boot, A.W.A. & A. Schmeits (1999). De strategische motivatie voor de fusiegolf in het bankwezen, *Economisch Statistische Berichten* 84, p. 704-708.
- Boot, A.W.A. & A.V. Thakor (2000). Can Relationship Banking Survive Competition?, *Journal of Finance*, Vol. LV, no. 2, April, p. 679-713.
- Boreham, P. (1983). Indetermination: Professional Knowledge, Organization and Control, *The Sociological Review* 31, p. 693-718.
- Bovens, M.A.P. (1990). *Verantwoordelijkheid en organisatie*, W.E.J. Tjeenk Willink, Zwolle.
- Bruinsma, F. (1988). *Cassatierechtspraak in civiele zaken. Een rechtssociologisch verslag*, dissertatie Rijksuniversiteit Utrecht, W.E.J. Tjeenk Willink, Zwolle.
- Camerer, C.F. & R.M. Hogarth. (1999). The Effects of Financial Incentives in Experiments: A Review and Capital-Labor-Production, *Journal of Risk and Uncertainty*, Vol. 19, no. 1-3, p. 7-42.
- Caplow, T. (1954). *The Sociology of Work*, University of Minnesota Press, Minneapolis.
- Carpenter, M. (1997). Banks and Their Small Business Clients: Some implications for Relationship Marketing, *Irish Marketing Review*, Vol. 10, no. 2, p. 33-42.
- Carr-Saunders, A.M. & P.A. Wilson (1933). *The Professions*, Clarendon Press: Oxford.
- Chase, R.B. (1978). Where does the customer fit in a service operation?, *Harvard Business Review*, Vol. 56, no. 6, p. 137-142.
- Choi, J.J., D. Laibson & A. Metrick (2002). How does the Internet affect trading? Evidence from investor behavior in 401(k) plans, *Journal of Financial Economics*, Vol. 64, p. 397-421.

## Appendix

- Cobbenhagen, J.W.C.M. (1999). *Managing Innovation at the Company Level, a study on non-sector specific successfactors*, proefschrift Universiteit Maastricht.
- Coleman, J.S. (1958). Relational analysis: The study of social organizations with survey methods, *Human organization*, Vol. 17, p. 28-36.
- Coleman, J.S. (1974). *Power and the Structure of Society*, Norton, New York.
- Coleman, J.S. (1982). *The Asymmetric Society*, Syracuse University Press, New York.
- Copeland, T.E. & D. Mayers (1982). The Value Line Enigma (1965-1978): A Case Study of Performance Evaluation Issues, *Journal of Financial Economics*, Vol. 10, 289-321.
- Czepiel, J.A. (1990). Service Encounters and Service Relationships: Implications for Research, *Journal of Business Research*, Vol. 20, p. 13-21.
- D'Avolio, G., E. Gildor & A. Shleifer (2001). *Technology, Information Production, and Market Efficiency*, Harvard University.
- Dahl, R.A. (1970). *After the Revolution? Authority in a good society*, Yale University Press, New York.
- Dahl, R.A. (1960). The Analysis of Influence in Local Communities, in: C.R. Adrian (ed.), *Social Science and Community Action*, Michigan State University.
- Daniel, K., D. Hirshleifer & A. Subrahmanyam (1998). Investor Psychology and Security Market Under- and Overreactions, *Journal of Finance*, Vol. 53, no. 6, p. 1839-1885.
- Dawes, R.M., D. Faust & P.E. Meehl (1989). Clinical versus Acturial Judgment, *Science* 243, p. 1668-1674.
- Dijkum, C. van, I. van Dobben de Bruyn & E. Kats (1981). *Actie-onderzoek, een discussie- en werkboek*. Boom, Meppel.
- Dillen, J.G. van (1970). *Van rijkdom en regenten: handboek tot de economische en sociale geschiedenis van Nederland tijdens de republiek*, Martinus Nijhoff, 's-Gravenhage.
- Dommering, E.J. (1982). *Algemene belangen in het burgerlijk recht*, Monografieën Nieuw BW A-7, Kluwer, Deventer.
- Dortsche- en Haagsche Bank, *De Navorscher*, 12 juni 1902, eerste jaargang, no. 1.
- Dubbink, C.W. (1982). 25 jaar rechtspraak van de Hoge Raad, *NJB*, 57, afl. 1, 2 januari, p. 16-18.
- Duffhues, P.J.W. (1990). Ontstaan, rubricering en functies van financiële innovaties, in: Duffhues, P.J.W., J.G. Groeneveld & J. van der Hilst (eds), *Financiële Instrumenten: Moderne Vormen van Financiering en Risicobeheersing*.
- Durkheim, E. (1947). *The Elementary Forms of the Religious Life*, Glencoe, III: Free Press, (first ed.), 1915, G. Allen & Unwin, London.

- Ecorys-NEI (2004). *Marktwerking op de markt voor hypothecaire kredietverlening*, Rotterdam.
- Eisma, S.E. (2002). *Leerboek Effectenrecht*, Ars Aequi Libri, Nijmegen.
- Engel, G.V. (1970). Professional Autonomy and Bureaucratic Organization, *Administrative Science Quarterly*, Vol. 15, no. 1 (March), p. 12-21.
- Engel, G.V. (1969). The Effect of Bureaucracy on the Professional Autonomy of the Physician, *Journal of Health and Social Behavior*, Vol. 10, no. 1, p. 30-41.
- Emerson, R. (1969). *Judging Delinquents: context and process in juvenile court*, Aldine Publishing Co., Chicago, p. 279-285.
- Ernst & Young Financial Services (2005). *De visie van ondernemers op banken; gesprekken met enkele ondernemers*.
- Es, R. van (2000). *Ethiek in adviesprocessen*, Samsom, Alphen aan den Rijn.
- Eshuis, R.J.J. (2003). *Claims bij de rechtbank*, Wetenschappelijk Onderzoek- en Documentatiecentrum, Boom Juridische uitgevers, Meppel.
- Fellner, G., W. Güth & B. Maciejovsky (2004). Illusion of expertise in portfolio decisions: an experimental approach, *Journal of Economic Behavior & Organization*, Vol 55, p. 355-376.
- Filott, W.H.G.A. (1997). *Algemene Bankvoorwaarden*, Kluwer, Deventer.
- Financial Services Authority (2004). *Consumer understanding of financial risk*.
- Financial Services Authority (2002). *Polarisation: research into the effect of commission based remuneration on advice*.
- Forsythe, R., J.L. Horowitz, N.E. Savin & M. Sefton (1994). Fairness in Simple Bargaining Experiments, *Games and Economic Behavior*, Vol. 6, p. 347-369.
- Freidson, E. (1984). The Changing Nature of Professional Control, *Annual Review of Sociology*, 10, p. 1-20.
- Frielink, K. (2002). De zorgplicht en bijzondere zorgplicht van effecteninstituten, *Jurisprudentie Onderneming & Recht plus*, p. 38-45.
- Frijlink, H.A. (1866). *De Hedendaagsche geldbelegging in Effecten, Spoorweg-Aandelen, Bank-Actiën en andere fondsen. Eene Waarschuwing voor alle Geldbezitters en Speculanten in Nederland door een oud-bankier*, Amsterdam.
- Galanter, M. (1974). Why the "Haves" Come Out Ahead: Speculations on the Limits of Legal Change, *Law & Society Review*, Vol. 9, no.1., p. 97-125.
- Galbraith, J.K. (1958). *The Affluent Society*, Houghton Mifflin Company, Boston.
- Galbraith, J.K. (1967). *The New Industrial State*, New American Library, New York.
- Ganzevoort, J.W. (1999). *Organiseren als menselijk leven*, oratie van 29 januari 1999.
- Gambetta, D. (1988). *Trust: Making and Breaking Cooperative Relationships*, Basil Blackwell, New York.

## Appendix

- Garrett, T.M. (1966). *Business Ethics*, Prentice-Hall, New Jersey.
- Gartner, A. & F. Riessman (1974). *The Service Society and the Consumer Vanguard*, Harper and Row, New York.
- Geljon, P.A. (1998). *Een zeer persoonlijk effectenbuis. Het Haagse Lissa & Kann 1800-1966*, Nederlands Instituut voor het Bank-, Verzekerings- en Effectenbedrijf, Amsterdam.
- Geljon, P.A. (2005). *De algemene banken en het effectenbedrijf 1860-1914*, Nederlands Instituut voor het Bank-, Verzekerings- en Effectenbedrijf, Amsterdam.
- Goldner, F.H. & R.R. Ritti (1967). Professionalization as Career Immobility, *The American Journal of Sociology*, Vol. 72, no. 5, p. 489-502.
- Goldstein, M.S. & P.J. Donaldson (1979). Exporting Professionalism: A Case Study of Medical Education, *Journal of Health and Social Behaviour*, Vol. 20, no. 4, Health Professions: Socialization, Organization, Utilization, December, p. 322-337.
- Golec, H.G. (1992). Empirical Tests of a Principal-Agent Model of the Investor-Investment Advisor Relationship, *The Journal of Financial and Quantitative Analysis*, Vol. 27, no.1, p. 81-95.
- Goode, W.J. (1960). Community within a community: the professions, *American Sociological Review* 25 (December), p. 902-914.
- Greenwood, E. (1957). Attributes of a Profession, *Social Work*, 2, p. 45-55.
- Grönroos, C. (1997). Value-driven Relational Marketing: from Products to Resources and Competencies, *Journal of Marketing Management*, Vol. 13, p. 407-419.
- Grundmann-van de Krol, C.M. (1999). *Koersen door het effectenrecht*, W.E.J. Tjeenk Willink, Deventer.
- Gupta, Y.P. & G. Torkzadeh (1988). Re-Designing Bank Service Systems for Effective Marketing, *Long Range Planning* 21, p. 38-43.
- Gwinner, K.P., D.D. Gremler & M.J. Bitner (1998). Relational Benefits in Services Industries: The Customer's Perspective, *Journal of the Academy of Marketing Science*, Vol. 26, no. 2, p. 101-114.
- Habenstein, R.W. & E.A. Christ (1955). *Professionalizer, Tradionalizer, and Utilizer*, University of Missouri, Columbia.
- Hall, R.H. (1968). Professionalization and Bureaucratization, *American Sociological Review*, Vol. 33, p. 92-104.
- Hart, F.M.A. 't (2005). De maat van eigen schuld, *Ondernemingsrecht* 4, p. 125-133.
- Hesselink, W.H., C.E. du Perron & A.F. Salomons (2003). *Privaatrecht tussen autonomie en solidariteit*, Amsterdam Instituut voor Privaatrecht, Boom Juridische Uitgevers, 's-Gravenhage.

- Heydenrijk, E.Y. & A. Plantinga (2002). De waarde van beleggingsadviezen, *ESB*, 12 april, p. 296-298.
- Holmlund, M. & S. Kock (1996). Relationship Marketing: The Importance of Customer Perceived Service Quality in Retail Banking, *The Service Industries Journal*, Vol.16, no.3, p. 287-304.
- Holmstrom, B. (1979). Moral Hazard and Observability, *Bell Journal of Economics*, Vol. 10, no. 1, p. 74-91.
- Holmstrom, B. & P. Milgrom (1987). Aggregation and Linearity in the Provision of Intertemporal Incentives, *Econometrica*, Vol. 55, no. 2, p. 303-328.
- Holzkamp, K. (1972). *Kritische Psychologie*, Fischer Taschenbuch Verlag, Frankfurt am Main.
- Howcroft, B., P. Hewer & M. Durkin (2003). Banker-Customer Interactions in Financial Services, *Journal of Marketing Management*, no.19, p. 1001-1020.
- Huberts, L., H. van den Heuvel & S. Verberk (2002). Integriteitswaarden in het openbaar bestuur, in: R.J.M. Jeurissen, & A.W. Musschenga, *Integriteit in bedrijf, organisatie en openbaar bestuur*, Koninklijke Van Gorcum, Assen.
- Huddart, S. (1999). Reputation and performance fee effects on portfolio choice by investment advisers, *Journal of Financial Markets*, Vol. 2, p. 227-271.
- Jaarverslag Kamer van Koophandel en Fabrieken te Amsterdam, 1862.
- Jaffe, J.F. & J.M. Mahoney (1999). The performance of investment newsletters, *Journal of Financial Economics*, Vol. 53, no. 2, p. 289-307.
- Jensen, M.C. & W.H. Meckling (1976). Theory of the Firm: Managerial Behaviour, Agency Costs and Ownership Structure, *Journal of Financial Economics*, Vol. 3, 305-360, reprinted in: L. Putterman & R.S. Kroszner (Eds.), (1996). *The economic nature of the firm. A reader*, Cambridge University Press, Cambridge Mass.
- Johanson, J. & L-G. Mattsson (1987). Interorganizational Relations in Industrial Systems: A Network Approach Compared with the Transaction-Cost Approach, *International Studies of Management & Organisation*, Vol. XVII, no. 1, p. 34-38.
- Jonas, E. & D. Frey (2003). Information search and presentation in advisor-client interactions, *Organizational Behavior and Human Decisions Processes*, Vol. 91, p. 154-168.
- Jong, A.M. de (1967). *Geschiedenis van de Nederlandsche Bank*, deel II tot IV.
- Jong, C. de (2003). *Zorgplicht bij assurantiebemiddeling*, Kluwer, Deventer.
- Jonker, J. (1993). *In termen van beelden. Een kwalitatief onderzoek naar het ontstaan van adviesrelaties*, proefschrift Nijmegen.



## Appendix

- Jonker, J. (1996). *Merchants, bankers, middlemen. The Amsterdam money market during the first half of the 19th century*, NEHA, Amsterdam.
- Judd, M.C., M.J. Harris & R.H. Hoyle (2002). *Research Methods in Social Relations*, Thomson Learning/Wadsworth, South Melbourne.
- Kakebeeke, J. (1999). De performance-meting van gepubliceerde aandelenadviezen, *VBA 2*, maart, p. 2-5.
- Kaptein, M. & F. Buiters (2001). *De Integere Organisatie 2: handreiking voor een sluitend vangnet voor ongewenst gedrag*, Stichting Beroepsmoraal en Misdaadpreventie.
- Klaassen, C.J.M. (2000). *Schadeveroorzakend handelen in functie... diverse wegen leiden naar de werkgever: enkele beschouwingen over de aansprakelijkheid van de werkgever en de ondergeschikte voor schade toegebracht of opgelopen in het kader van het werk*, W.E.J. Tjeenk Willink, Deventer.
- Koelewijn, J. (2004). Beleggen en pensioenopbouw: werkt de zorgplicht contra-productief?, *Vakblad Financiële Planning*, no. 5, mei, p. 5-10.
- Koning, R.E.P. de (1999). *De zorgplicht van banken*, dissertatie Erasmus Universiteit Rotterdam.
- Korst, P.J. van der (2003). Aansprakelijkheid van de vermogensbeheerder, zijn bestuurders en zijn ondergeschikten jegens zijn cliënten, in: *Aansprakelijkheid in beroep, bedrijf of ambt* (red. C.J.M. Klaassen, R.J.N. Schlössels, G. van Solinge & L. Timmerman) serie *Onderneming en Recht* 35, p. 653-672, Kluwer, Deventer.
- Krogt, T.P.W.M. van der (1981). *Professionalisering en collectieve macht: een conceptueel kader*, Vuga, 's-Gravenhage.
- Kwakman, F. & B. Overduin (red). (2003). *Professionals*, Academic Services, Schoonhoven.
- Kymmel, J. (1992). *Geschiedenis van de algemene banken in Nederland*, Nederlands Instituut voor het Bank- en Effectenbedrijf, Amsterdam.
- Lakonishok, J., A. Shleifer & R.W. Vishny (1992). The Structure and Performance of the Money Management Industry, *Brookings Papers on Economic Activity, Microeconomics*, Vol. 1992, p. 339-379.
- Laeven, R. & B. Jacobsen (2001). Wat zijn beleggingsanalisten waard?, *ESB*, 5 januari.
- Lam, B. (1998). *Meer, wij hebben honger!, informatievoorziening m.b.t. effecten voor beleggingsadviseur van beleggers in de retailmarkt*, scriptie Universiteit van Amsterdam.
- Lammers, C.J., A.A. Mijs & W.J. van Noort (2000). *Organisaties vergelijkenderwijs: Ontwikkeling en relevantie van het sociologisch denken over organisaties*, Het Spectrum, Utrecht.



- Lipsky, M. (1980). *Street-level Bureaucracy: Dilemmas of the Individual in Public Services*, Russell Sage Foundation, New York.
- Lokin, J.H.A. (2003). *Prota: Vermogensrechterlijke leerstukken aan de hand van Romeinsrechterlijke teksten uitgelegd*, Chimaira, Groningen.
- Loonen, T. (2004). Beleggen van vermogen in een pensioen-BV, *Tijdschrift voor Effectenrecht* 9, p. 201-205.
- Loonen, T. & W. Schonewille (2002). *Zorgplicht in vele gedaanten*, Nederlands Instituut voor het Bank-, Verzekerings- en Effectenbedrijf, Amsterdam.
- Loonen, T. (2003). Kritische noten schema zorgplicht NVB, *Tijdschrift voor Compliance* 4.
- Luhmann, N. (1988). Familiarity, Confidence, Trust: Problems and Alternatives, in: D. Gambetta, *Trust: Making and Breaking Cooperative Relationships*, Basil Blackwell, New York.
- Luterveld, W.M.J. van (1933). *Effecten*, W.P. van Stockum & Zoon N.V., 's-Gravenhage.
- Luyn, M. van & C.E. du Perron (2004). *Effecten van de zorgplicht*, Kluwer, Deventer.
- March, J.G. & Z. Shapira (1992). Variable Risk Preferences and the Focus of Attention, *Psychological Review*, Vol. 99, no.1, p. 172-183.
- Mees, M. (1868). *De Economist*.
- Millward Brown, *Vermogensmonitor 2004*, Amsterdam.
- Millward Brown, *Vermogensmonitor 2005*, Amsterdam.
- Mintzberg, H. (1983). *Structure in fives: designing effective organizations*, Prentice-Hall, New Jersey.
- Moe, T.M. (1990). The Politics of Structural Choice: Toward a Theory of Public Bureaucracy, in: O.E. Williamson, *Organization Theory, From Chester Barnard to the Present and Beyond*, Oxford University Press, New York.
- Mok, M.R. (1996). Klachtencommissies voor beleggers, in: R.P.J.L. Tjittes & M.A. Blom (red.), *Bank & aansprakelijkheid*, Kluwer Juridische Uitgevers, Deventer.
- Mok, M.R. (2002). *Slimmigheden worden niet gewaardeerd*, Bank- en Effectenbedrijf: Amsterdam, mei.
- Mok, M.R. (2005). *Door de bank genomen, Bank en klant - verantwoordelijkheid en aansprakelijkheid - een grensverkenning*, rede, Vossiuspers UvA.
- Moser, H. (1975). *Aktionsforschung als kritische Theorie der Sozialwissenschaften*, Kösel-Verlag, München.
- Musschenga, B. (2002). Integriteit: een conceptuele verkenning, in: R. Jeurissen & B. Musschenga, *Integriteit in bedrijf, organisatie en openbaar bestuur*, Koninklijke Van Gorcum, Assen.

## Appendix

- Neal, L.D. (1990). How the South Sea Bubble was Blown Up and Burst: A New Look at Old Data, in: E.N. White (ed.), *Crashes and Panics*, Dow Jones-Irwin, New York.
- Near, J.P., K.C. Ryan & M.P. Miceli (1996). Results of a human resource management 'experiment': Whistle blowing in the federal bureaucracy, 1980-1992, *Proceedings of the Academy of Management*, Vancouver, p. 369-373.
- Near, J.P. & M.P. Miceli. (1996b). Whistle-Blowing: Myth and Reality, *Journal of Management*, Vol. 22, no.3, p. 507-526.
- Nederlandsch-Indische Escompto Maatschappij (1930). *Van Beleggen en Speculeeren*, Albrecht & Co., Weltevreden.
- Noordegraaf-Eelens, L. (2004). *De overspelige bankier: Van Homo Economicus tot Übermensch*, Klement, Kampen.
- Nooteboom, B. (2002). *Vertrouwen, Vormen, grondslagen, gebruik en gebreken van vertrouwen, Bedrijfskundige signalementen*, Academic Service, Schoonhoven.
- Normann, R. & B. Haikola (1986). *Winning strategies in financial services: a multi-client study*, The Service Management Group Oy, Helsinki.
- Odean, T. (1998). Volume, Volatility, Price and Profit When All Traders Are Above Average, *Journal of Finance*, Vol. 53, no. 6, p. 1887-1934.
- Odean, T. (1999). Do Investors Trade Too Much?, *The American Economic Review*, Vol. 89, no. 5, p. 1279-1298.
- Ongena, S. & D.C. Smith (2000). What Determines the Number of Bank Relationships? Cross-Country Evidence, *Journal of Financial Intermediation*, Vol. 9, p. 26-56.
- Oostrum, H.A.J. van (2002). *Toevallige weetbaarheden*, Boom Juridische Uitgevers, 's-Gravenhage.
- Perron, C.E. du (1999). *Overeenkomst en derden*, dissertatie Universiteit van Amsterdam.
- Polderman, J.J. (1935). *Effecten en Effectenhandel*, W.E.J. Tjeenk Willink: Zwolle.
- Poll, R. van (2003). *Financieel Woordenboek*, Het Financieele Dagblad, Amsterdam.
- Rajan, A., B. Martin, D. Ledster & N. Fatharly (2004). *Raising the performance bar: challenges facing global investment management in the 2000's*, KPMG International.
- Ross, S.A. (1973). The Economic Theory of Agency: The Principal's Problem, *The American Economic Review*, Vol. 63, no. 2, p. 134-139.
- Samuelson, W. & R. Zeckhauser. (1988). Status Quo Bias in Decision Making, *Journal of Risk and Uncertainty*, Vol. 1, p. 7-59.

- Schlarbaum, G.G., W.G. Lewellen & R.C. Lease (1978). Realized Returns on Common Stock Investments: The Experience of Individual Investors, *Journal of Business*, Vol. 51, no. 2, p. 299-325.
- Schatzmann, L. & A.L. Strauss. (1973). *A Field Research: Strategies for a Natural Sociology*, Prentice-Hall, New Jersey.
- Schellen, J. van (1980). *Wat doet de Hoge Raad?: kanttekeningen bij de koers van de moderne cassatierechtspraak*, Kluwer, Deventer.
- Schilder, A., W.J.J.M. Nuijts, D.C. Meerburg & S.C.J.J. Kortmann (2004). Het advies en de rol van de adviseur, Preadviezen, *Handelingen Nederlandse Juristen-Vereniging*, 134<sup>e</sup> jaargang, Kluwer, Deventer.
- Schwartz, R. & J. Shapiro (1992). The challenge of institutionalization for equity markets, in: A. Saunders (ed.), *Recent developments in finance*, Business One Irwin: Homewood, Illinois, USA.
- Sejersted, F. (1995). Managers and Consultants as Manipulators: Reflections on the Suspension Of Ethics, *Business Ethics Quarterly*, Vol. 6, no.1, 67-86.
- Selznick, P. (1992). *The Moral Commonwealth: Social Theory and the Promise of Community*, University of California Press, Berkeley and Los Angeles, California.
- Setten, L.D. van (1998). *De Commissionair in Effecten*, Kluwer: Deventer.
- Shapira, Z. & I. Venezia (2001). Patterns of behavior of professionally managed and independent investors, *Journal of Banking & Finance*, Vol. 25, p. 1573-1587.
- Shapira, Z. (1995). *Risk taking: A Managerial Perspective*, Russell Sage Foundation, New York.
- Sharpe, S.A. (2002). *How Does the Market Interpret Analysts' Long-term Growth Forecasts?*, Division of Research and Statistics Federal Reserve Board: Washington, D.C.
- Shefrin, H. & M. Statman (1985). The Disposition to Sell Winners Too Early and Ride Losers Too Long: Theory and Evidence, *Journal of Finance*, Vol. 40, no. 3, p. 777-790.
- Sherlock, B.J. & R.T. Morris (1967). The evolution of the professional: a paradigm, *Sociological Inquiry*, Vol. 37 (Winter), p. 27-46.
- Shostack, L.G. (1987). Service Positioning Through Structural Change, *Journal of Marketing*, Vol. 51, p. 34-43.
- Sieri re, V.P.G. & S. Perrick (1991). *Effecten* (algemeen deel), Uitgeverij Kluwer, Deventer.
- Slagter, W.J. (1999). *Commentaar op de Algemene Bankvoorwaarden*, Nederlands Instituut voor het Bank- en Effectenbedrijf: Amsterdam.
- Snijders, T.A.B. (1992). Estimation on the basis of snowball samples: How to weight, *Bulletin de Methodologie Sociologique*, 36, p. 59-70.

## Appendix

- Snizek, W.E. (1972). Hall's Professionalism Scale: An Empirical Reassessment, *American Sociological Review*, Vol. 37, no.1, p. 109-114.
- Somers, H.M. & A.R. Somers (1961). *Doctors, Patients, and Health Insurance*, The Brookings Institute: Washington, D.C.
- Soros, G. (1998). *The Crisis of Global Capitalism: Open Society Endangered*, PublicAffaires: New York.
- Starks, L. (1987). Performance Incentive Fees: An Agency Theoretic Approach, *Journal of Financial and Quantitative Analysis*, Vol. 22, p. 17-32.
- Stinchcombe, A.L. (1959). Bureaucratic and Craft Administration of Production: A Comparative Study, *Administrative Science Quarterly*, Vol. 4, p. 168-187.
- Stone, D. (1976). *Professionals and Social Services*, unpublished paper, March.
- Suprenant, C.F. & M.R. Solomon (1985). Dimensions of Personalisation, in: Th.M. Bloch, G.D. Upah & V.A. Zeithaml (Eds.), *Services Marketing in a Changing Environment*, p. 56-61, American Marketing Association Proceedings Series: Chicago.
- Tulder, R. van & A. van der Zwart (2003). *Reputaties op het spel*, Spectrum, Utrecht.
- Thompson, J.D. (1973). Organizations and Transactions, in: Elihu Katz & Brenda Danet (Eds.), *Bureaucracy and the Public*, Basic Books, New York, p. 191-211.
- Tijn, Th. van & W.M. Zappey (1977). De negentiende eeuw 1813-1914, in: *Economische geschiedenis van Nederland*, p. 201-259.
- Velasquez, M.G. (2002). *Business Ethics: concepts and cases*, Fifth Edition, Prentice-Hall, New Jersey.
- Venkateson, M. & B.B. Anderson (1985). Time Budgets and Consumer Services, in: Th.M. Bloch, G.D. Upah & V.A. Zeithaml (Eds.), *Services Marketing in a Changing Environment*, p. 52-55, American Marketing Association Proceedings Series: Chicago.
- Vollmer, H.M. & D.L. Mills (Eds.). (1966). *Professionalization*, Englewood Cliffs, Prentice-Hall, New Jersey.
- Vorstenbosch, J. (2005). *Zorg. Een filosofische analyse*, Uitgeverij Nieuwezijds, Amsterdam.
- Vranken, J.B.M. (2005). *Mr. C. Asser's handleiding tot de beoefening van het Nederlands Burgerlijk Recht*, Algemeen Deel, Kluwer: Deventer.
- Vries, B. de (1986). Amsterdamse vermogens en vermogensbezitters, 1855-1875, *AAG bijdragen*, Vol. 28, p. 199-214.

- Vries, Joh. de (1976). *Een eeuw vol effecten. Historische schets van de Vereniging voor de Effectenhandel en de Amsterdamse Effectenbeurs, 1876-1976*.
- Wallace, J.E. (1995). Corporatist Control and Organizational Commitment among Professionals: The Case of Lawyers Working in Law Firms, *Social Forces*, Vol. 73, no. 3, p. 811-840.
- Weinstein, D. (1979). *Bureaucratic opposition*, Pergamon Press: New York.
- Weller, E.J. (2003). Paternalisme in het effectenrecht, *Tijdschrift voor Compliance* 4, p. 69-75.
- Wellink, A.H.E.M. (2002). Openingstoespraak Conferentie 10 jaar Wet toezicht beleggingsinstellingen, in: *10 jaar Wtb*, De Nederlandsche Bank.
- Wempe, J. & M. Kaptein (2002). Integriteit als ondernemingskwaliteit, in: R.J.M. Jeurissen & A.W. Musschenga, *Integriteit in bedrijf, organisatie en openbaar bestuur*.
- Werf, D.C.J. van der (1988). *De bond, de banken en de beurzen: de geschiedenis van de Bond voor den Geld- en Effectenhandel in de Provincie (1903-1974) tegen de achtergrond van de ontwikkeling van het bankwezen en de effectenhandel in Nederland sinds 1814*, Nederlands Instituut voor het Bank- en Effectenbedrijf: Amsterdam.
- Werf, D.C.J. van der (1988). De organisatie van- en het toezicht op het bankwezen en de effectenhandel in de provincie van 1815 tot 1975, *Jaarboek voor de Geschiedenis van Bedrijf en Techniek*, Utrecht.
- Wessels, B. (1995). Risicobeheer bij advisering, in: W.J. Slagter & B. Wessels, *Risicobeheersing. Preadvies van de Nederlandse Vereniging van Ondernemingsrechtadviseurs*, Law & Practice Publishers, Deventer.
- Westerman, W. (1905). De strijd in den effectenhandel, *De Economist* 1e deel: 's-Gravenhage.
- Westin, A.F. (1981). *Whistle-blowing: Loyalty and dissent in the corporation*, in: A.F. Westin (ed.), McGraw-Hill: New York.
- Wiarda, G.J. (1988). *Drie typen van rechtsvinding*, 3e druk, W.E.J. Tjeenk Willink: Deventer.
- Wijmenga, R.Th. (1986). *Beleggingsadviezen en buitengewoon rendement. Een onderzoek naar de efficiëntie van de Amsterdamse effectenbeurs*.
- Wilensky, H.L. (1964). The professionalization of everyone?, *American Journal of Sociology*, Vol. 70, (September), p. 137-150.
- Willemsen, H. (1992). *Woordenboek filosofie*, Van Gorcum: Assen.
- Williamson, O.E. (1964). *The economics of discretionary behavior*, Prentice-Hall, New Jersey.

## Lijst van afkortingen

AFM	Autoriteit Financiële Markten
ALM	Asset Liability Management
BIS	Bank for International Settlements
Bte 1995	Besluit toezicht effectenverkeer 1995
BW	Burgerlijk Wetboek
CESR	Committee of European Securities Regulators
DNB	De Nederlandsche Bank N.V.
DSI	Dutch Securities Institute
DUFAS	Dutch Fund Association
EKI	Effectenkredietinstelling
FESCO	Forum of European Securities Commissions
FSA	Financial Services Authorities
HR	Hoge Raad
ICT	Informatie- en Communicatie Technologie
IPO	Initial Public Offering (uitgifte van effecten)
JOR	Jurisprudentie Onderneming & Recht
KCB	Klachtencommissie Beursbedrijf
KCD	Klachtencommissie DSI
KCE	Klachtencommissie Effectenbedrijf
KCHB	Commissie van Beroep DSI
K-Y-C	Know Your Customer
LJN	Landelijk Jurisprudentie Nummer
Neki	Niet-effectenkredietinstelling
NIBE-SVV	Nederlands Instituut voor het Bank-, Verzekerings- en Effectenbedrijf
NJ	Nederlandse Jurisprudentie
NR 1999	Nadere regeling toezicht effectenverkeer 1999
NRg 2002	Nadere regeling gedragstoezicht effectenverkeer 2002
NVB	Nederlandse Vereniging van Banken
NYSE	New York Stock Exchange

## Lijst van afkortingen

PIT	Permanente Integriteitstoets (DSI)
PMM	Portfolio and Money Managers
PVK	Pensioen- en Verzekeringskamer
RBA	Register Beleggingsanalist
SEC	Securities and Exchange Commission
SER	Sociaal-Economische Raad
SPSS	Statistical Package for the Social Sciences
STE	Stichting Toezicht Effectenverkeer (tegenwoordig AFM)
UvA	Universiteit van Amsterdam
VBA	Vereniging van Beleggingsanalisten
VU	Vrije Universiteit
Wfd	Wet financiële dienstverlening
Wte 1995	Wet toezicht effectenverkeer 1995

## Bijlage 1: Vragen- en stellingenlijst particuliere beleggers

	Deel A: Algemeen	
Vraag-nummer	Vraag:	Antwoordmogelijkheden
1	Bent u van mening dat uw beleggingsadviseur een toegevoegde waarde heeft?	<input type="checkbox"/> Ja <input type="checkbox"/> Nee <input type="checkbox"/> Weet niet
2	In hoeverre zijn de volgende aspecten van toepassing op uw beleggingsadviseur?	<input type="checkbox"/> Hij maakt goede analyse van de risico's van mijn portefeuille: Ja/Nee <input type="checkbox"/> Hij kent mijn persoonlijke situatie goed en neemt dit mee in zijn advies: Ja/Nee <input type="checkbox"/> Hij heeft een goed gevoel voor koopjes op de financiële markten en maakt zo meer winst dan ik zelf zou maken: Ja/Nee <input type="checkbox"/> Hij is een vertrouwenspersoon die mijn belangen behartigt: Ja/Nee
3	Wat biedt uw beleggingsadviseur niet wat u er wel van verwacht?	.....
4	Laat uw beleggingsadviseur zich vooral leiden door uw belangen, door zijn eigen belang of beide in gelijke mate?	<input type="checkbox"/> Mijn belang <input type="checkbox"/> Zijn eigen belang <input type="checkbox"/> Gelijke mate <input type="checkbox"/> Anders.....
5	Bij hoeveel procent van uw transacties speelt een beleggingsadvies een zwaarwegende rol?	<input type="checkbox"/> Minder dan 30% van de transacties <input type="checkbox"/> Tussen de 30 en 50% van de transacties <input type="checkbox"/> Tussen 50 en 70% van de transacties <input type="checkbox"/> Meer dan 70% van de transacties
<b>Deel B: Zorgplicht</b>		
6	Kent u het begrip zorgplicht?	<input type="checkbox"/> Ja <input type="checkbox"/> Nee, naar introductietekst <input type="checkbox"/> Weet niet, naar introductietekst
7	Kunt u het begrip zorgplicht omschrijven?	<input type="checkbox"/> Ja, namelijk ..... <input type="checkbox"/> Nee, naar introductietekst <input type="checkbox"/> Weet niet, naar introductietekst
	Tekst uitleg zorgplicht: <i>Zorgplicht is de omschrijving van de regels waaraan een beleggingsadviseur in de effectenbranche zich moet houden. Zo moeten de belangen van de cliënt altijd voorop staan. Een onderdeel van de zorgplicht is het verplicht opmaken van een risicoprofiel. Dit gebeurt meestal met behulp van een vragenlijst.</i>	
8	Het risicoprofiel geeft aan de mate in hoeverre u risico wilt en kunt lopen bij het beleggen. Zijn uw beleggingen aangegaan conform dit profiel?	<input type="checkbox"/> Ja, volledig <input type="checkbox"/> Ja, enigszins <input type="checkbox"/> Nee <input type="checkbox"/> Weet niet <input type="checkbox"/> Heb geen profiel



## Bijlage 1 Vragen- en stellingenlijst particuliere beleggers

9	Heeft het vaststellen van uw risicoprofiel u bewuster gemaakt van de risico's die u loopt bij het beleggen?	<input type="checkbox"/> Ja <input type="checkbox"/> Nee <input type="checkbox"/> Weet niet
10	Het behoort tot de zorgplicht van een beleggingsadviseur u te waarschuwen voor bepaalde risico's. Stel dat uw adviseur u aan de telefoon waarschuwt voor een aankooptransactie waardoor u buiten uw risicoprofiel komt en deze waarschuwing een dag later schriftelijk bevestigt. Hoe zou u dit ervaren?	<input type="checkbox"/> Zeer positief <input type="checkbox"/> Enigszins positief <input type="checkbox"/> Neutraal <input type="checkbox"/> Enigszins negatief <input type="checkbox"/> Zeer negatief <input type="checkbox"/> Geen mening
11	Stel, u bent al jaren klant bij een bank. U schrijft opties. Door de daling van de beurs wordt niet voldaan aan de marginverplichting en er ontstaat een dekkingstekort. Om te voorkomen dat u niet aan uw verplichtingen kunt voldoen, geeft uw adviseur u vijf dagen de tijd om dit probleem op te lossen, anders gaat hij gedwongen posities sluiten. Dit conform de zorgplichtregels. Heeft u hier begrip voor?	<input type="checkbox"/> Ja, volledig <input type="checkbox"/> Ja, enigszins <input type="checkbox"/> Nee <input type="checkbox"/> Weet niet
<b>Deel C: Stellingen</b>		
<b>Vraag-nummer:</b>	<b>Vraag:</b>	<b>Antwoordmogelijkheden</b>
	<i>Geef aan in hoeverre u het met de volgende uitspraken eens of oneens bent:</i>	1 = zeer mee eens 2 = tamelijk mee eens 3 = neutraal 4 = tamelijk mee oneens 5 = zeer mee oneens 6 = weet niet
12	Een risicoprofiel is leidend voor de invulling van mijn beleggingsportefeuille. Hieraan moet ik mij houden.	1   2   3   4   5   6
13	Ik ben bereid om voor een onafhankelijk beleggingsadvies apart te betalen.	1   2   3   4   5   6
14	Zorgplicht heeft ervoor gezorgd dat de dienstverlening van de beleggingsadviseur verbeterd is.	1   2   3   4   5   6
15	De regels rondom de zorgplicht hebben mijn relatie met de bank minder persoonlijk gemaakt.	1   2   3   4   5   6
16	Ik voel mij belemmerd in mijn handelen door de zorgplichtregels.	1   2   3   4   5   6
17	Doordat een beleggingsadviseur betaald wordt om zoveel mogelijk transacties te genereren, kan hij nooit mijn belangen dienen.	1   2   3   4   5   6
18	Risicoprofielen zijn nutteloos.	1   2   3   4   5   6
19	Het zou goed zijn voor mij indien ik eerst verplicht een cursus over de risico's van de optiehandel moet volgen alvorens ik hierin mag beleggen.	1   2   3   4   5   6
20	Een beleggingsadviseur weet beter wat goed is voor mij dan ikzelf.	1   2   3   4   5   6
21	Ik blijf altijd verantwoordelijk voor de resultaten van mijn beleggingen omdat het gegeven beleggingsadvies vrijblijvend is.	1   2   3   4   5   6

## Appendix

22	Als een adviseur een forse fout maakt, dan zou ik in ieder geval onderzoeken of ik de instelling aansprakelijk kan stellen	1	2	3	4	5	6
23	Een beleggingsadviseur moet zich strikt aan de zorgplichtregels houden.	1	2	3	4	5	6
24	Indien mijn bank een voorbeeldportefeuille zou hebben, dan zou ik deze prefereren boven zelf ingevulde beleggingsportefeuille.	1	2	3	4	5	6
25	Een beleggingsadviseur behandelt een grote particuliere belegger terecht anders dan een kleine belegger.	1	2	3	4	5	6

## Bijlage 2: Geheimhoudingsverklaring ten behoeve van de beleggingsadviseurs

Datum: 5 april 2004 Afdeling: Business Studies  
Bijlagen: 1  
Onderwerp: Onderzoek naar de zorgplicht

Geachte mevrouw, meneer,

Het valt niet te ontkennen, de zorgplicht is een belangrijk onderdeel geworden binnen de effectendienstverlening! Desondanks is er maar weinig bekend over wat nu precies de gevolgen zijn van deze zorgplicht. Wat betekent zij voor de wijze van adviseren, hoe denken particuliere beleggers over de zorgplicht enz.?

Daarom is een onderzoek gestart naar de gevolgen van zorgplicht voor de diensten van de beleggingsadviseur. Om een zo volledig overzicht te krijgen van de gevolgen van zorgplicht, is ook uw bijdrage van groot belang. Het onderzoek is namelijk niet alleen theoretisch. Juist de mensen uit de praktijk ervaren de zorgplicht dagelijks. Uw werkgever heeft zich bereid verklaard mee te werken aan dit onderzoek. Omdat uw antwoorden zo eerlijk mogelijk dienen te zijn, zullen uw gegevens **volstrekt anoniem** blijven voor zowel uw werkgever als de onderzoeker.

U zou dit onderzoek enorm steunen indien u bijgevoegde vragenlijst wilt invullen. Want alleen op deze wijze kan er duidelijkheid verkregen worden over de daadwerkelijke uitwerking van de zorgplicht. Het duurt ongeveer 30 minuten.

Nadat alle betrokken financiële instellingen hun bijdrage hebben geleverd, zullen de resultaten van dit onderzoek naar verwachting in 2005 bekend worden gemaakt. Indien u vragen heeft dan kunt u zich wenden tot uw leidinggevende. Vriendelijk verzoek om de ingevulde enquête zo spoedig mogelijk, maar uiterlijk 26 april terug te zenden naar uw contactpersoon.

Nogmaals dank voor uw medewerking.

Universiteit van Amsterdam  
Faculteit der Economische Wetenschappen en Econometrie

### Bijlage 3: Vragen- en stellingenlijst beleggingsadviseurs

Deel A	Algemene gegevens	Code: XXX
A.1	Wat is uw geslacht?	<input type="checkbox"/> man <input type="checkbox"/> vrouw
A.2	Wat is uw leeftijd?	<input type="checkbox"/> < 24 jaar <input type="checkbox"/> 25-34 jaar <input type="checkbox"/> 35-44 jaar <input type="checkbox"/> 45-54 jaar <input type="checkbox"/> 55-64 jaar <input type="checkbox"/> > 64 jaar
A.3	Bent u gehuwd of samenwonend?	<input type="checkbox"/> ja <input type="checkbox"/> nee
A.4	Heeft u kinderen?	<input type="checkbox"/> ja <input type="checkbox"/> nee
A.5a	Wat is uw hoogst genoten opleiding?	<input type="checkbox"/> lager onderwijs <input type="checkbox"/> middelbaar onderwijs <input type="checkbox"/> hoger beroepsonderwijs <input type="checkbox"/> academisch onderwijs
A.5b	Wat heeft u gestudeerd?	.....
A.5c	Volgt u <u>momenteel</u> naast uw werk een opleiding die relevant is voor de beleggingsadviespraktijk?	<input type="checkbox"/> ja <input type="checkbox"/> nee
A.6	In welk gebied werkt u?	<input type="checkbox"/> randstedelijk gebied (Driehoek Amsterdam, Rotterdam, Utrecht) <input type="checkbox"/> buiten de randstad
<b>Deel B</b>	<b>Beroepsgerichte vragen</b>	
B.1	Hoe lang bent u werkzaam bij uw huidige werkgever?	<input type="checkbox"/> 0-5 jaar <input type="checkbox"/> 6-10 jaar <input type="checkbox"/> 11-15 jaar <input type="checkbox"/> > 16 jaar
B.2	Hoe lang bent u werkzaam als (senior) beleggingsadviseur?	<input type="checkbox"/> 0-5 jaar <input type="checkbox"/> 6-10 jaar <input type="checkbox"/> 11-15 jaar <input type="checkbox"/> > 16 jaar
B.3	Heeft u een vaste dienstbetrekking?	<input type="checkbox"/> ja <input type="checkbox"/> nee
B.4	Hoeveel verschillende werkgevers heeft u in uw carrière als (senior) beleggingsadviseur gehad?	..... werkgever(s)
B.5	Heeft u een leidinggevende positie?	<input type="checkbox"/> ja <input type="checkbox"/> nee
B.6	Beheert u ook het vermogen van particuliere beleggers?	<input type="checkbox"/> ja <input type="checkbox"/> nee
B.7a	Welke DSI-registraties bezit u?	<input type="checkbox"/> DSI Beleggingsadviseur <input type="checkbox"/> DSI Senior Beleggingsadviseur <input type="checkbox"/> DSI Vermogensbeheerder <input type="checkbox"/> DSI Senior Vermogensbeheerder <input type="checkbox"/> DSI Beleggingsanalist <input type="checkbox"/> geen
B.7b	Bent u lid van het VBA?	<input type="checkbox"/> ja <input type="checkbox"/> nee
B.7c	Bent u lid van de Federatie Financiële Planners?	<input type="checkbox"/> ja <input type="checkbox"/> nee

## Bijlage 3 Vragen- en stellingenlijst beleggingsadviseurs

B.8	Heeft een cliënt van u wel eens een klacht over uw handelen ingediend bij de Klachtencommissie DSI of de burgerlijke rechter?	<input type="checkbox"/> ja <input type="checkbox"/> nee <input type="checkbox"/> weet niet
B.9	In hoeverre vindt u de volgende omschrijvingen van uw taak van toepassing op uzelf? (meerdere antwoorden zijn mogelijk)	<input type="checkbox"/> Ik maak een goede analyse van de risico's van effectenportefeuille van de cliënt. <input type="checkbox"/> Ik ken de persoonlijke situatie van mijn cliënt goed en neem dit mee in mijn advies of beheer. <input type="checkbox"/> Ik heb een goed gevoel voor koopjes op de financiële markten en maak zo meer winst dan de cliënt zelf zou maken. <input type="checkbox"/> Ik ben een vertrouwenspersoon die de belangen van de cliënt behartigt.
B.10a	Heeft u een specialisatie waarmee u zich onderscheidt van uw collega adviseurs?	<input type="checkbox"/> ja, ga naar vraag B.10b. <input type="checkbox"/> nee, ga naar vraag C.1.
B.10b	Zo ja, welke?	..... ..... .....
B.10c	Selecteert u uw cliënten zoveel mogelijk op uw eigen specialiteit?	<input type="checkbox"/> ja <input type="checkbox"/> nee
<b>Deel C</b>	<b>Bedrijfsgerichte vragen</b>	
C.1a	Kent uw salaris een prestatieafhankelijke component?	<input type="checkbox"/> ja <input type="checkbox"/> nee
C.1b	Is deze component mede afhankelijk van de behaalde provisie op uw cliënten?	<input type="checkbox"/> ja <input type="checkbox"/> nee
C.2a	Beïnvloedt deze prestatiegerichte beloning de wijze waarop u adviseert?	<input type="checkbox"/> ja, altijd <input type="checkbox"/> ja, soms <input type="checkbox"/> nee, nooit
C.2b	Indien ja, op welke wijze heeft dit invloed op uw advisering?	..... ..... .....
C.3	Is het aantal cliënten dat u bedient de laatste jaren toegenomen?	<input type="checkbox"/> ja <input type="checkbox"/> nee <input type="checkbox"/> weet niet
C.4	Mag u doorgaans zelfstandig beslissen of een cliënt een debetstand wordt toegestaan?	<input type="checkbox"/> ja <input type="checkbox"/> nee
C.5	Mag u doorgaans zelfstandig beslissen of een cliënt niet aan de vijf dagentermijn inzake marginverplichting hoeft te voldoen?	<input type="checkbox"/> ja <input type="checkbox"/> nee <input type="checkbox"/> overschrijdingen van de termijn zijn in het geheel niet toegestaan bij mijn werkgever.
C.6	Hoe lang heeft u gemiddeld uw huidige cliënten in portefeuille?	<input type="checkbox"/> 0-5 jaar <input type="checkbox"/> 6-10 jaar <input type="checkbox"/> 11-15 jaar <input type="checkbox"/> > 16 jaar
C.7	Adviseert u in andere financiële producten dan beleggingen? (verzekeringen, spaarproducten e.d.)	<input type="checkbox"/> ja <input type="checkbox"/> nee
C.8	Hoe vaak heeft u een evaluatiegesprek met uw leidinggevende(n) over de behaalde provisie of andere inkomsten op uw cliënten?	<input type="checkbox"/> eens per week <input type="checkbox"/> eens per maand <input type="checkbox"/> eens per kwartaal <input type="checkbox"/> eens per half jaar <input type="checkbox"/> eens per jaar <input type="checkbox"/> zelden of nooit

## Appendix

C.9	Hoe vaak heeft u een evaluatiegesprek met uw leidinggevende(n) over de behaalde financiële resultaten voor uw cliënten met hun beleggingen?	<input type="checkbox"/> eens per week <input type="checkbox"/> eens per maand <input type="checkbox"/> eens per kwartaal <input type="checkbox"/> eens per half jaar <input type="checkbox"/> eens per jaar <input type="checkbox"/> zelden of nooit
C.10	Stelt u minimale vermogens- of rendementseisen aan <u>nieuwe</u> cliënten? (meerdere antwoorden mogelijk)	<input type="checkbox"/> ja, vermogensseisen <input type="checkbox"/> ja, rendementseisen <input type="checkbox"/> nee
C.11	Stelt u minimale vermogens of rendementseisen aan <u>bestaande</u> cliënten? (meerdere antwoorden mogelijk)	<input type="checkbox"/> ja, vermogensseisen <input type="checkbox"/> ja, rendementseisen <input type="checkbox"/> nee
C.12	Cliënten met complexe beleggingsvraagstukken verwijs ik door naar gespecialiseerde collega's.	<input type="checkbox"/> ja, altijd <input type="checkbox"/> ja, soms <input type="checkbox"/> nee, nooit
C.13a	Hoe vaak heeft u werkoverleg?	<input type="checkbox"/> dagelijks <input type="checkbox"/> eens per week <input type="checkbox"/> eens per maand <input type="checkbox"/> eens per kwartaal <input type="checkbox"/> eens per halfjaar <input type="checkbox"/> nooit
C.13b	Hoe vaak is het onderwerp 'zorgplicht' onderdeel van het werkoverleg?	<input type="checkbox"/> altijd <input type="checkbox"/> soms <input type="checkbox"/> nooit
C.14	Hoe vaak bespreekt u praktijkdilemma's met uw collega's?	<input type="checkbox"/> dagelijks <input type="checkbox"/> regelmatig <input type="checkbox"/> soms <input type="checkbox"/> nooit
C.15	Bent u getraind om aan de eisen van de zorgplicht te kunnen voldoen?	<input type="checkbox"/> ja <input type="checkbox"/> nee
C.16	Wie is volgens u eindverantwoordelijk voor het bedienen van cliënten?	<input type="checkbox"/> de beleggingsadviseur <input type="checkbox"/> de leidinggevende <input type="checkbox"/> de instelling waarvoor ik werk <input type="checkbox"/> de afdeling waarvoor ik werk
C.17a	Werkt u met een corelist van aandelen waarin u mag adviseren of beheren?	<input type="checkbox"/> ja, naar vraag 17b. <input type="checkbox"/> nee, naar vraag 18a.
C.17b	Houdt u zich hier strikt aan?	<input type="checkbox"/> ja, omdat..... <input type="checkbox"/> nee, omdat..... <input type="checkbox"/> .....
C.18a	Ervaart u in het uitoefenen van uw beroep een tekort aan ondersteuning op gebied van zorgplicht?	<input type="checkbox"/> ja <input type="checkbox"/> soms <input type="checkbox"/> nee
C.18b	Wat mist u?	..... ..... .....
C.19	De wijze waarop mijn directe collega's en ik adviseren verschilt weinig.	<input type="checkbox"/> ja <input type="checkbox"/> nee <input type="checkbox"/> weet niet
C.20	Ik bespreek praktijkdilemma's met mijn leidinggevende(n).	<input type="checkbox"/> dagelijks <input type="checkbox"/> regelmatig <input type="checkbox"/> soms <input type="checkbox"/> nooit
C.21	Hoe kwalificeert u uw arbeidsvreugde op dit moment?	<input type="checkbox"/> hoog <input type="checkbox"/> voldoende <input type="checkbox"/> onvoldoende <input type="checkbox"/> laag

## Bijlage 3 Vragen- en stellingenlijst beleggingsadviseurs

Deel D	Stellingen	1 = geheel oneens 2 = oneens 3 = neutraal 4 = eens 5 = geheel eens				
	Geef aan in hoeverre u het met de volgende uitspraken eens of oneens bent.					
D.1	Beleggingsadviseurs hebben steeds meer moeite hun toegevoegde waarde te tonen aan cliënten.	1	2	3	4	5
D.2	De juridische verantwoordelijkheden binnen de zorgplicht zijn voor mij te zwaar.	1	2	3	4	5
D.3	De gemiddelde particuliere belegger is niet betrouwbaar.	1	2	3	4	5
D.4	Het wordt steeds moeilijker om mijn financiële target te behalen.	1	2	3	4	5
D.5	Het opleidingsniveau van de gemiddelde beleggingsadviseur moet omhoog.	1	2	3	4	5
D.6	De eisen om toegelaten te worden tot het DSI moeten strenger worden.	1	2	3	4	5
D.7	Over 10 jaar bestaat de beleggingsadviseur niet meer.	1	2	3	4	5
D.8	Ik sta regelmatig niet achter mijn eigen adviezen.	1	2	3	4	5
D.9	Ik overtreed regelmatig bewust de zorgplichtregels.	1	2	3	4	5
D.10	Zorgplicht heeft ervoor gezorgd dat de dienstverlening van de beleggingsadviseur verbeterd is.	1	2	3	4	5
D.11	Zorgplicht zorgt ervoor dat de particuliere belegger sneller procedeert tegen de bank.	1	2	3	4	5
D.12	De kwaliteit van de beleggingsadviezen is toegenomen door de strengere wetgeving.	1	2	3	4	5
D.13	Als het gaat om beleggingsschade, is er in Nederland sprake van een claimcultuur.	1	2	3	4	5
D.14	Bij het opstellen van een risicoprofiel kijk ik vooral naar de beleggingen die in het verleden zijn gedaan voor die desbetreffende cliënt.	1	2	3	4	5
D.15	Bij een dalende beurs is er voor beleggingsadviseurs minder te adviseren.	1	2	3	4	5
D.16	Als een analist een fonds koopwaardig acht, kan ik mijn cliënten gerust dit fonds adviseren.	1	2	3	4	5
D.17	Mijn eigen belang is nooit strijdig met dat van mijn cliënten.	1	2	3	4	5
D.18	Niet ikzelf, maar mijn werkgever bepaalt welke adviezen er gegeven worden.	1	2	3	4	5
D.19	Mijn werkdruk is door de regels rondom zorgplicht toegenomen.	1	2	3	4	5
D.20	De regels rondom zorgplicht hebben een directe impact op de wijze waarop ik adviseer.	1	2	3	4	5
D.21	Het opstellen van een risicoprofiel is niet alleen een juridische plicht, maar draagt daadwerkelijk bij aan een cliëntgerichte risicoreductie.	1	2	3	4	5

## Appendix

D.22	Alvorens een cliënt mag handelen in derivaten dient hij verplicht met succes een toets afleggen om zijn beleggingskennis en -ervaring vast te stellen.	1	2	3	4	5
D.23	Ik durf door de toegenomen aansprakelijkheid, aanzienlijk minder risico's te nemen in mijn advisering.	1	2	3	4	5
D.24	Het zou voor de professie van beleggingsadviseurs wenselijk zijn indien er een eenduidige verplichte opleiding is voor toetreders in het vak.	1	2	3	4	5
D.25	Het belang van mijn werkgever is nooit strijdig met dat van mijn cliënten.	1	2	3	4	5
D.26	Het zou wenselijk zijn voor de professie indien er een verplicht jaarlijks permanent educatie-programma zou moeten worden gevolgd.	1	2	3	4	5
D.27	Ik ben steeds meer afhankelijk geworden van collega's, aangezien er steeds meer expertise nodig is binnen dit vak.	1	2	3	4	5
D.28	Het is voor mij geen enkel probleem de technische ontwikkelingen van het vak bij te houden.	1	2	3	4	5
D.29	De wijze waarop ik word aangestuurd door mijn werkgever belemmert mij <u>meer</u> in mijn handelsvrijheid dan wetten en regels.	1	2	3	4	5
D.30	Ik kan mijn werktijd volledig zelf indelen.	1	2	3	4	5
D.31	Ik adviseer vanwege de zorgplicht liever blue chips dan minder bekende aandelen.	1	2	3	4	5
D.32	Ik lees regelmatig vakliteratuur.	1	2	3	4	5
D.33	Ik bezoek regelmatig seminars over het vak.	1	2	3	4	5
D.34	Het berispen van beleggingsadviseurs via de Tuchtcommissie DSI draagt bij tot verdere professionalisering van het beleggingsvak.	1	2	3	4	5
D.35	Te weinig mensen zien de toegevoegde waarde van de beleggingsadviseur in.	1	2	3	4	5
D.36	Ervaring is belangrijker voor een beleggingsadviseur dan opleiding.	1	2	3	4	5
D.37	Ik lees regelmatig uitspraken van de Klachtencommissie DSI of Commissie van Beroep DSI.	1	2	3	4	5
D.38	Wij bespreken intern regelmatig uitspraken van de Klachtencommissie DSI of Commissie van Beroep DSI.	1	2	3	4	5
D.39	Het enige verschil tussen advies en vermogensbeheer is dat bij advies de cliënt de uiteindelijke transactiebeslissing neemt.	1	2	3	4	5
D.40	Door het gebruik van risicoprofielen en intakeformulieren ben ik meer te weten gekomen over mijn cliënten.	1	2	3	4	5
D.41	Het mogen adviseren van een beperkt aantal fondsen limiteert mijn adviesvrijheid.	1	2	3	4	5
D.42	Het komt regelmatig voor dat ik te weinig informatie heb over een cliënt om hem goed te kunnen adviseren.	1	2	3	4	5



## Bijlage 3 Vragen- en stellingenlijst beleggingsadviseurs

D.43	Uit zorg voor claims ben ik voorzichtiger geworden in mijn advisering.	1	2	3	4	5
D.44	Door de verplichting een cliëntenprofiel op te stellen ben ik veel meer te weten gekomen van de persoonlijke omstandigheden van mijn cliënten.	1	2	3	4	5
D.45	Het pensioenvermogen kan het beste defensief, zoveel mogelijk in obligaties, belegd worden.	1	2	3	4	5
<b>Deel E</b>	<b>Wetten en regels</b>					
	Zorgen de volgende wetten en regels ervoor dat de belangen van uw cliënten beter worden gediend?	1 = Wet of regel draagt niets bij 2 = Wet of regel draagt weinig bij 3 = Neutraal 4 = Wet of regel draagt enigszins bij 5 = Wet of regel draagt zeker bij				
E.1	Het verplicht gestelde risicoprofiel om zo de effectenportefeuille nader in te vullen.	1	2	3	4	5
E.2	De maximale termijn van 5 dagen om margintekort of dekkingstekort aan te vullen.	1	2	3	4	5
E.3	Het schriftelijk waarschuwen zodra een belegger buiten zijn risicoprofiel belegt.	1	2	3	4	5
E.4	Verbod op intraday handelen van de beleggingsadviseur voor zijn eigen rekening.	1	2	3	4	5
E.5	Het verplicht laten ondertekenen van een optie- en futuresovereenkomst voordat de cliënt in derivaten kan beleggen.	1	2	3	4	5
E.6	De verplichting om het pensioenvermogen van de cliënt defensief te beleggen.	1	2	3	4	5
E.7	Het niet toestaan van majoreren bij emissies.	1	2	3	4	5
<b>Deel F</b>	<b>Overige vragen</b>					
F.1	De belangrijkste reden dat ik (senior) beleggingsadviseur bij een bank ben geworden is vanwege:  (kies één van de aangegeven antwoorden dat het meest op u van toepassing is)	<input type="checkbox"/> de goede financiële vergoeding <input type="checkbox"/> mijn interesse in beleggen <input type="checkbox"/> het cliëntencontact <input type="checkbox"/> de status <input type="checkbox"/> de solide werkgever <input type="checkbox"/> de goede doorgroeimogelijkheden <input type="checkbox"/> toeval <input type="checkbox"/> overige reden				
F.2	Mijn verantwoordelijkheid als (senior) beleggingsadviseur gaat zover als de zorgplichtregels.	<input type="checkbox"/> eens <input type="checkbox"/> oneens				
F.3	Kent u het 'schema zorgplicht' van de Nederlandse Vereniging van Banken?	<input type="checkbox"/> ja <input type="checkbox"/> nee				
F.4	Hoe vaak speelt de te behalen provisie een rol bij het gegeven advies?	<input type="checkbox"/> altijd <input type="checkbox"/> regelmatig <input type="checkbox"/> nooit				
F.5	Ik adviseer alleen beleggingen waar ik volledig achter sta.	<input type="checkbox"/> eens <input type="checkbox"/> oneens				
F.6	De economische doelstellingen die mij door mijn werkgever zijn opgelegd, spelen een rol bij mijn wijze van adviseren.	<input type="checkbox"/> ja <input type="checkbox"/> nee				
F.7	Heeft u wel eens overwogen om bij uw huidige of vorige werkgever informatie over misstanden openbaar te maken met de bedoeling de aandacht te vestigen op een misstand?	<input type="checkbox"/> ja, regelmatig <input type="checkbox"/> ja, wel eens <input type="checkbox"/> nee, nooit				

## Appendix

F.8	Een verstrekt beleggingsadvies is altijd vrijblijvend en vrijwaart daarom de beleggingsadviseur van zijn verantwoordelijkheid.	<input type="checkbox"/> eens <input type="checkbox"/> oneens
F.9	Heeft u wel eens assistentie gevraagd bij andere financiële instellingen of de AFM bij problemen die u tegenkwam over de zorgplicht? (Meerdere antwoorden mogelijk).	<input type="checkbox"/> ja, bij andere financiële instellingen <input type="checkbox"/> ja, bij de AFM <input type="checkbox"/> ja, bij het DSI <input type="checkbox"/> ja, overige <input type="checkbox"/> nee
F.10	Een (senior) beleggingsadviseur mag ook vermogen beheren.	<input type="checkbox"/> eens <input type="checkbox"/> oneens
F.11	Hoe bent u geïnformeerd over de te volgen werkwijze ten aanzien van de risicoprofielen? (meerdere antwoorden mogelijk)	<input type="checkbox"/> via mijn werkgever <input type="checkbox"/> via mijn collega's <input type="checkbox"/> via het DSI <input type="checkbox"/> via de AFM <input type="checkbox"/> niet, heb het zelfstandig uitgezocht
F.12	Een risicoprofiel zou jaarlijks op actualiteit getoetst moeten worden.	<input type="checkbox"/> eens <input type="checkbox"/> oneens
F.13	Beleggingen die een cliënt bij een andere instelling aanhoudt, moet ik betrekken in mijn advisering.	<input type="checkbox"/> eens <input type="checkbox"/> oneens
F.14	Het bezit van een eigen woning dient te worden meegenomen in het vaststellen van het risicoprofiel.	<input type="checkbox"/> eens <input type="checkbox"/> oneens
F.15	Mijn cliëntendossiers worden de laatste jaren beter onderhouden dan voorheen.	<input type="checkbox"/> eens <input type="checkbox"/> oneens
F.16	Een cliënt verdient aandacht van een (senior) beleggingsadviseur naar gelang de grootte van zijn vermogen.	<input type="checkbox"/> eens <input type="checkbox"/> oneens
F.17	Rijke mensen hebben meer recht op een goed beleggingsadvies dan arme mensen, omdat zij voor meer provisie zorgen.	<input type="checkbox"/> eens <input type="checkbox"/> oneens
F.18	Arme mensen hebben meer recht op een goed beleggingsadvies dan rijke mensen, omdat zij het financieel nodig hebben.	<input type="checkbox"/> eens <input type="checkbox"/> oneens
F.19	Wat leest u om op de hoogte te blijven over de zorgplicht?	..... .....
F.20	Van welke van de volgende cliënten zou u als eerste afscheid willen nemen? Een cliënt die: (één keuze mogelijk)	<input type="checkbox"/> weinig provisie oplevert waar uw bonus van afhankelijk is. <input type="checkbox"/> weinig provisie oplevert voor uw werkgever. <input type="checkbox"/> u veel tijd kost en die zelden of nooit uw adviezen opvolgt. <input type="checkbox"/> regelmatig buiten zijn risicoprofiel wil beleggen.
F.21	De zorgplicht heeft ervoor gezorgd dat ik meer tijd heb voor mijn cliënten.	<input type="checkbox"/> eens <input type="checkbox"/> oneens <input type="checkbox"/> weet niet

## Bijlage 3 Vragen- en stellingenlijst beleggingsadviseurs

Deel G.	Casus & Waarden	
G.1	Kruis die <u>drie</u> waarden aan die u voor beleggingsadviseurs het meest belangrijk vindt	<input type="checkbox"/> Aanvaardbaarheid <input type="checkbox"/> Collegialiteit <input type="checkbox"/> Deskundigheid <input type="checkbox"/> Dienstbaarheid <input type="checkbox"/> Doelmatigheid <input type="checkbox"/> Eerlijkheid <input type="checkbox"/> Gehoorzaamheid <input type="checkbox"/> Onafhankelijkheid <input type="checkbox"/> Onkreukbaarheid <input type="checkbox"/> Openheid <input type="checkbox"/> Profijtelijkheid <input type="checkbox"/> Rechtmatigheid <input type="checkbox"/> Toewijding
	<b>Casus 1</b>	
	Frank Jansen is een nieuwe cliënt van beleggingsadviseur Rob Verbeek. Jansen heeft door de verkoop van zijn woning een aanzienlijk bedrag aan overwaarde beschikbaar. Over twee jaar moet hij weer over dit bedrag kunnen beschikken voor de bouw van een nieuwe woning. In het begin van de relatie wordt er op advies van Verbeek defensief belegd. Na verloop van tijd wordt Jansen echter agressiever in zijn beleggingsbeleid. Adviseur Verbeek waarschuwt Jansen aan de telefoon voor zijn risicovol beleggingsgedrag. Ondanks deze waarschuwing blijft Jansen bellen voor het opgeven van beursorders, welke adviseur Verbeek uitvoert. Na een half jaar is het vermogen volledig verloren.	
G.2a	Wie acht u <u>formeel</u> verantwoordelijk voor dit verlies?	<input type="checkbox"/> Cliënt Frank Jansen <input type="checkbox"/> Beleggingsadviseur Rob Verbeek <input type="checkbox"/> De werkgever van Rob Verbeek <input type="checkbox"/> Zowel adviseur Rob Verbeek als Frank Jansen
G.2b	Kunt u aangegeven waarom u tot deze overweging komt?	..... ..... ..... ..... .....
G.2c	Wie acht u <u>moreel</u> verantwoordelijk?	<input type="checkbox"/> Cliënt Frank Jansen <input type="checkbox"/> Beleggingsadviseur Rob Verbeek <input type="checkbox"/> De werkgever van Rob Verbeek <input type="checkbox"/> Zowel adviseur Rob Verbeek als Frank Jansen
G.2d	Kunt u aangegeven waarom u tot deze overweging komt?	..... ..... ..... ..... .....
	<b>Casus 2</b>	
	Robert de Groot is al jaren een goede adviesrelatie van bank XYZ. De provisie die op De Groot behaald wordt, zorgt al snel voor 50% van de te behalen doelstelling van beleggingsadviseur Maikel Dalen. Op een zeker moment dalen de aandelenkoersen fors. Hierdoor komt de portefeuille van De Groot onder de minimale dekkings-waarde. Adviseur Dalen neemt contact op met zijn cliënt. Deze geeft aan wat krap bij kas te zitten en over twee weken over geld te kunnen beschikken. Adviseur Dalen gaat niet akkoord. De regels rondom de zorgplicht hebben hem geleerd een tekort binnen 5 werkdagen op te lossen en hij begint aandelen te verkopen.	

## Appendix

G.3a	Welke uitspraak vindt u <u>het meest</u> op deze casus van toepassing?	<input type="checkbox"/> Beleggingsadviseur Dalen neemt de regels te letterlijk. De Groot is een goede relatie en een uitzondering moet kunnen. <input type="checkbox"/> Beleggingsadviseur Dalen heeft gelijk. De Groot is een cliënt die de regels behoort te kennen. De vijf dagen termijn is hier onderdeel van. Een uitzondering is niet mogelijk.
G.3b	Kunt u aangegeven waarom u tot deze overweging komt?	..... ..... .....
<b>Casus 3</b>		
	Marco Veenendaal is sinds kort een gewaardeerde adviescliënt van Judith Janszoon. Naast een privérekening houdt hij de rekening van zijn BV aan bij Judith. Zij weet dat dit vermogen bedoeld is als pensioenvoorziening. Janszoon stelt een profiel op van de cliënt en bespreekt dit met hem. Dit is een behoudend profiel, waarbij er overwegend in hoogwaardige obligaties wordt belegd. Na verloop van tijd krijgt Veenendaal de smaak te pakken en belt geregeld op om agressiever te beleggen. Het verlies loopt op.	
G.4a	Wie acht u <u>formeel</u> verantwoordelijk voor dit verlies?	<input type="checkbox"/> Cliënt Marco Veenendaal <input type="checkbox"/> Beleggingsadviseur Judith Janszoon <input type="checkbox"/> De werkgever van Judith Janszoon <input type="checkbox"/> Zowel Marco Veenendaal als Judith Janszoon
G.4b	Kunt u aangegeven waarom u tot deze overweging komt?	..... ..... ..... ..... .....
G.4c	Wie acht u <u>moreel</u> verantwoordelijk?	<input type="checkbox"/> Cliënt Marco Veenendaal <input type="checkbox"/> Beleggingsadviseur Judith Janszoon <input type="checkbox"/> De werkgever van Judith Janszoon <input type="checkbox"/> Zowel Marco Veenendaal als Judith Janszoon
G.4d	Kunt u aangegeven waarom u tot deze overweging komt?	..... ..... ..... ..... .....
<b>Casus 4</b>		
G.5	Een cliënt met een <u>grote effectenportefeuille</u> wil een fonds kopen dat u niet volgt. Wat doet u?	<input type="checkbox"/> U zoekt alsnog research op om de cliënt van dienst te kunnen zijn. <input type="checkbox"/> U adviseert per definitie niets buiten het beleggingsbeleid van de bank. <input type="checkbox"/> U stelt dat u het fonds niet kent én hij het dus op eigen verantwoordelijkheid koopt.
<b>Casus 5</b>		
G.6	Een cliënt met een <u>kleine effectenportefeuille</u> wil een fonds kopen dat u niet volgt. Wat doet u?	<input type="checkbox"/> U zoekt alsnog research op om de cliënt van dienst te kunnen zijn. <input type="checkbox"/> U adviseert per definitie niets buiten het beleggingsbeleid van de bank. <input type="checkbox"/> U stelt dat u het fonds niet kent én hij het dus op eigen verantwoordelijkheid koopt.

## Bijlage 3 Vragen- en stellingenlijst beleggingsadviseurs

<b>Casus 6</b>		
G.7	Een nieuwe cliënt van u is langzaam van begrip. Nadat hij een optieovereenkomst heeft getekend, belt hij voor het eerst optietransacties door. Wat doet u?	<input type="checkbox"/> U gaat na of hij alle risico's van de optiehandel begrepen heeft en pas dan voert u de order uit. <input type="checkbox"/> U neemt aan dat de cliënt de bescheiden behorende bij het optiecontract gelezen heeft en gaat over, mits voldoende saldo, tot het uitvoeren van de order. <input type="checkbox"/> U weigert de order. De cliënt moet eerst goed snappen waar hij mee bezig is.
<b>Casus 7</b>		
G.8a	Een jarenlange relatie van u belt regelmatig optietransacties door. De posities worden steeds ingewikkelder. U weet dat zijn eigen onderneming minder goed draait en zelfs dit jaar verlies heeft geleden. Wat doet u?	<input type="checkbox"/> Niets, de cliënt heeft ervaring met beleggen dus weet waar hij mee bezig is. <input type="checkbox"/> Niets, het is het vermogen van de cliënt, zolang hij niet een margintekort vertoont, is dit geen probleem. <input type="checkbox"/> Ik weiger verder te handelen, de cliënt kan wel eens in de problemen komen met zijn inkomen. <input type="checkbox"/> Ik ga het gesprek aan met de cliënt en draag hem een aantal oplossingen aan om deze ingewikkelde posities af te bouwen.
G.8b	U benadert deze relatie. Hij stelt dat er inderdaad een probleem is met zijn onderneming en dat zijn inkomen fors is teruggevallen, maar dat u zich met uw zaken moet bemoeien. Vervolgens gaat hij door met handelen in opties. Wat doet u?	<input type="checkbox"/> Niets, zijn woorden waren duidelijk. Pas als hij een margintekort vertoont grijp ik in. <input type="checkbox"/> Ik weiger orders uit te voeren en meld dit ook aan hem. Hij moet maar naar een andere bank gaan. <input type="checkbox"/> Ik bevestig het gesprek schriftelijk maar grijp niet in zolang er geen margintekort is.
<b>Casus 8</b>		
G.9	Een nieuwe cliënt van u is hoogleraar en komt zelfverzekerd over. Hij heeft een optieovereenkomst getekend. Hij belt voor het eerst optietransacties door. Wat doet u?	<input type="checkbox"/> U gaat na of de cliënt alle risico's van de optiehandel begrepen heeft en pas dan voert u de order uit. <input type="checkbox"/> U neemt aan dat de cliënt de bescheiden behorende bij het optiecontract gelezen heeft en gaat over, mits voldoende saldo, tot het uitvoeren van de order. <input type="checkbox"/> U weigert de order. De cliënt moet eerst goed snappen waar hij mee bezig is.

Vriendelijk dank voor uw medewerking. Gelieve deze enquête terug te zenden naar uw contactpersoon.

## **Bijlage 4: Geheimhoudingsverklaring ten behoeve van de directieleden**

Geachte heer [naam directielid]

Hierbij bevestigen wij u dat uw deelname aan het promotieonderzoek van de heer T. Loonen onder strikte anonimiteit zal geschieden. Deze anonimiteit bestaat eruit dat de naam van uw instelling niet te herleiden zal zijn uit de publicatie van de onderzoeksresultaten en dat verwijzingen beperkt zullen zijn tot de kwalificatie 'grote financiële instelling', 'middelgrote financiële instelling' en 'kleine financiële instelling'. De controle van de juistheid van de verwerking van de gegevens zal alleen geschieden door Prof. drs. J.W. Ganzevoort. Daarentegen zal Prof. mr. C.E. du Perron, met het oog op zijn lidmaatschap van de Klachtencommissie DSI, alleen inzage krijgen in de geanonimiseerde resultaten van het onderzoek.

Aangezien de werkzaamheden van de heer Loonen als onderzoeker gescheiden zijn van zijn werk als bankier, zal de verkregen informatie alleen voor wetenschappelijke doeleinden gebruikt worden.

Met vriendelijke groet,  
Universiteit van Amsterdam

T. Loonen  
Onderzoeker

J.W. Ganzevoort  
Promotor

C.E. du Perron  
Promotor

## Bijlage 5: Vragen- en stellingenlijst directieleden

A1	Algemene gegevens	
1	Geslacht	<input type="checkbox"/> man <input type="checkbox"/> vrouw
2	Leeftijd	<input type="checkbox"/> < 24 jaar <input type="checkbox"/> 25-34 jaar <input type="checkbox"/> 35-44 jaar <input type="checkbox"/> 45-54 jaar <input type="checkbox"/> 55-64 jaar <input type="checkbox"/> > 64 jaar
3	In welk gebied werkt u?	<input type="checkbox"/> randstedelijk gebied (Driehoek Amsterdam, Rotterdam, Utrecht) <input type="checkbox"/> buiten de randstad
4	Hoe lang bent u werkzaam bij uw huidige werkgever?	<input type="checkbox"/> 0-5 jaar <input type="checkbox"/> 6-10 jaar <input type="checkbox"/> 11-15 jaar <input type="checkbox"/> > 15 jaar
5	Wat is uw functie?	..... ..... .....
6	Hoe lang bent u werkzaam in deze functie?	<input type="checkbox"/> 0-5 jaar <input type="checkbox"/> 6-10 jaar <input type="checkbox"/> 11-15 jaar <input type="checkbox"/> > 15 jaar
7	Adviseert u zelf ook cliënten?	<input type="checkbox"/> ja <input type="checkbox"/> nee
A2	Ondernemingsgerichte vragen	
1	Hoe zou u de gemiddelde cliënt die gebruik maakt van beleggingsadvies omschrijven?	..... ..... ..... ..... ..... .....
2a	Heeft uw instelling/beleggingsafdeling een specialisatie waarmee u zich onderscheidt van de concurrentie?	<input type="checkbox"/> ja <input type="checkbox"/> nee
2b	Indien ja, welke specialisatie is dit?	..... ..... .....
3	Hoeveel procent van uw <u>omzet</u> is toe te schrijven aan beleggingsadviesklanten?	.....%
4	Hoeveel procent van uw <u>winst</u> is toe te schrijven aan beleggingsadviesklanten?	.....%
5a	Is beleggingsadvisering rendabel?	..... ..... ..... ..... ..... ..... ..... ..... .....

## Appendix

5b	Indien ja: Hoe houdt u het rendabel? Indien nee: Welke maatregelen gaat u treffen in de nabije toekomst?	..... ..... ..... ..... ..... ..... .....
<b>B</b>	<b>Klachtenprocedure</b>	
1a	Heeft u een klachtenprocedure voor beleggers?	<input type="checkbox"/> ja <input type="checkbox"/> nee
1b	Hoe is deze klachtenprocedure ingericht?	..... ..... ..... ..... ..... ..... .....
2	Hoeveel klachten met een financiële claim heeft uw instelling de laatste drie jaren (2001/2002/2003) gehad?	..... ..... .....
3	Hoeveel van deze klachten zijn er voorgelegd aan de civiele rechter of klachtencommissie DSI?	..... ..... .....
4	Waarover gaan de meeste klachten?	..... ..... .....
5	Hoeveel van de ontvangen klachten zijn er geschikt? (dit kan eveneens betrekking hebben op klachten die wel zijn aangebracht bij de klachtencommissie of rechter, maar geschikt zijn voor de uitspraak)	..... ..... ..... ..... ..... ..... .....
6	Met welke argumentatie schikt u doorgaans?	..... ..... .....
7a	Speelt (potentiële) media-aandacht hierbij een rol?	<input type="checkbox"/> ja <input type="checkbox"/> soms <input type="checkbox"/> nee
7b	Zo ja, welke?	..... ..... .....
8a	Leest u de uitspraken van de Klachtencommissie DSI?	<input type="checkbox"/> ja <input type="checkbox"/> soms <input type="checkbox"/> nee
8b	Welke uitspraken van de Klachtencommissie DSI zijn u opgevallen?	..... ..... ..... ..... ..... ..... .....
8c	Wat doet u met deze kennis?	..... ..... .....



## Bijlage 5 Vragen- en stellingenlijst directieleden

[illegible]

## Appendix

6b	Waarom bent u het hier mee eens of oneens?	..... ..... ..... ..... .....
7a	Stelling: Beleggingsadviseurs zijn professionals.	<input type="checkbox"/> eens <input type="checkbox"/> oneens <input type="checkbox"/> gedeeltelijk eens
7b	Waarom bent u het hier mee eens of oneens?	..... ..... ..... ..... .....
8	Hoe ervaart u de controleerbaarheid van de beleggingsadviseur in de praktijk? Kunt u voldoende controle uitoefenen op zijn werk?	..... ..... ..... ..... .....
9	Wat is volgens u het verschil tussen een goede adviseur en een slechte adviseur?	..... ..... ..... ..... .....
10a	Stelt u opleidingseisen of ervarings-eisen aan een beleggingsadviseur?	<input type="checkbox"/> ja <input type="checkbox"/> nee
10b	Zo ja, welke?	..... ..... .....
11a	Screent u nieuwe beleggingsadviseurs alvorens u ze in dienst neemt?	<input type="checkbox"/> ja <input type="checkbox"/> nee
11b	Waarop screent u ze?	..... ..... .....
12a	Kent u de gedragscode DSI?	<input type="checkbox"/> ja <input type="checkbox"/> nee
12b	Wat vindt u van deze code?	..... ..... .....
13a	Volgt u uitspraken van de Tuchtcommissie DSI?	<input type="checkbox"/> ja <input type="checkbox"/> nee
13b	Wat doet u met deze kennis?	..... ..... .....
<b>C2</b>	<b>Beloning van de beleggingsadviseur</b>	
1	Werken uw beleggingsadviseurs met een prestatieafhankelijke component?	<input type="checkbox"/> ja <input type="checkbox"/> nee



## Appendix

[illegible]

## Bijlage 5 Vragen- en stellingenlijst directieleden

12	'De juridische risico's worden voor mij als werkgever te groot om beleggingsadvies in de huidige opzet te handhaven'. <u>Wat is uw mening over deze stelling?</u>	..... ..... ..... ..... .....
13	'De economische risico's worden voor mij als werkgever te groot om beleggingsadvies in de huidige opzet te handhaven?' <u>Wat is uw mening over deze stelling?</u>	..... ..... ..... ..... .....
14	Wat heeft de zorgplicht gedaan met de kosten van uw productieproces?	..... ..... ..... ..... .....
<b>D2</b>	<b>Rol van AFM en DSI</b>	
1a	Heeft u de AFM wel eens om assistentie gevraagd bij problemen die u tegenkwam over de zorgplicht?	<input type="checkbox"/> ja <input type="checkbox"/> nee
1b	Hoe heeft u deze assistentie ervaren? Welke verbeterpunten heeft u?	..... ..... ..... ..... .....
2	Hoe vindt u de rol van de AFM als het gaat om zorgplicht?	..... ..... ..... ..... .....
3a	Heeft u de DSI wel eens om assistentie gevraagd bij problemen die u tegenkwam over de zorgplicht?	<input type="checkbox"/> ja <input type="checkbox"/> nee
3b	Hoe heeft u deze assistentie ervaren?	..... ..... ..... ..... .....
4	Hoe vindt u de rol van de DSI als het gaat om zorgplicht?	..... ..... ..... ..... .....

## Appendix

D3	Wetten en regels					
	Kunt u aangeven in hoeverre u van mening bent dat de volgende wetten en regels de belangen van de klant dienen? [TOON KAART 5]	1 = Wet of regel draagt niets bij 2 = Wet of regel draagt weinig bij 3 = Neutraal 4 = Wet of regel draagt enigszins bij 5 = Wet of regel draagt zeker bij				
1	Het verplicht gestelde risicoprofiel om zo de effectenportefeuille nader in te vullen.	1	2	3	4	5
2	De maximale termijn van 5 werkdagen voor een cliënt om margintekort of dekkings-tekort aan te vullen.	1	2	3	4	5
3	Het schriftelijk waarschuwen zodra een belegger buiten zijn risicoprofiel belegt.	1	2	3	4	5
4	Verbod op intraday handelen van de beleggingsadviseur voor zijn eigen rekening.	1	2	3	4	5
5	Het verplicht laten ondertekenen van een optie- en futuresovereenkomst voordat de cliënt in derivaten kan beleggen.	1	2	3	4	5
6	De verplichting om het pensioenvermogen van de cliënt defensief te beleggen.	1	2	3	4	5
7	Het de cliënt niet toestaan te majoreren bij emissies.	1	2	3	4	5
E	Geef aan in hoeverre u het met de volgende uitspraken eens of oneens bent. [TOON KAART 6]	1 = geheel oneens 2 = oneens 3 = neutraal 4 = eens 5 = geheel eens				
1	Beleggingsadviseurs hebben steeds meer moeite hun toegevoegde waarde te tonen aan cliënten.	1	2	3	4	5
2	De gemiddelde particuliere belegger is niet betrouwbaar.	1	2	3	4	5
3	Het opleidingsniveau van de gemiddelde beleggingsadviseur moet omhoog.	1	2	3	4	5
4	De eisen voor de beleggingsadviseur om toegelaten te worden tot het DSI moeten strenger worden.	1	2	3	4	5
5	Over 10 jaar bestaat de beleggingsadviseur niet meer.	1	2	3	4	5
6	Mijn beleggingsadviseurs overtreden regelmatig bewust de zorgplichtregels.	1	2	3	4	5
7	Zorgplicht heeft ervoor gezorgd dat de dienstverlening van de beleggingsadviseur verbeterd is.	1	2	3	4	5
8	Zorgplicht zorgt ervoor dat de particuliere belegger sneller procedeert tegen de instelling.	1	2	3	4	5

## Bijlage 5 Vragen- en stellingenlijst directieleden

9	De kwaliteit van de beleggingsadviezen is toegenomen door de strengere regelgeving.	1	2	3	4	5
10	Als het gaat om beleggingsschade, is er in Nederland sprake van een claimcultuur.	1	2	3	4	5
11	Bij een dalende beurs is er voor beleggingsadviseurs minder te adviseren.	1	2	3	4	5
12	Het belang van de financiële instelling is nooit strijdig met dat van mijn cliënten.	1	2	3	4	5
13	Alvorens een cliënt mag handelen in derivaten dient hij verplicht met succes een toets afleggen om zijn beleggingskennis en -ervaring vast te stellen.	1	2	3	4	5
14	Het zou voor de professie van beleggingsadviseurs wenselijk zijn indien er een eenduidige verplichte opleiding is voor toetreders in het vak.	1	2	3	4	5
15	Het zou wenselijk zijn voor de professie indien er een verplicht jaarlijks permanent educatie-programma zou moeten worden gevolgd.	1	2	3	4	5
16	De mogelijkheid van het berispen van beleggingsadviseurs via de Tuchtcommissie DSI draagt bij tot verdere professionalisering van het beleggingsvak.	1	2	3	4	5
17	Ervaring is belangrijker voor een beleggingsadviseur dan opleiding.	1	2	3	4	5
18	Het enige verschil tussen advisering en vermogensbeheer is dat bij beleggingsadvisering de cliënt de uiteindelijke transactiebeslissing neemt.	1	2	3	4	5
19	Het gebruik van risicoprofielen en intakeformulieren geeft mijn mensen meer commerciële kansen.	1	2	3	4	5
20	De verantwoordelijkheid van de beleggingsadviseur gaat zover als de zorgplichtregels.	1	2	3	4	5
21	Een verstrekt beleggingsadvies is altijd vrijblijvend en vrijwaart daarom de beleggingsadviseur van zijn verantwoordelijkheid.	1	2	3	4	5
22	Een risicoprofiel zou jaarlijks op actualiteit getoetst moeten worden.	1	2	3	4	5
23	Beleggingen die een cliënt bij een andere instelling aanhoudt, moeten mijn adviseurs betrekken in hun advisering.	1	2	3	4	5
24	Cliëntendossiers worden de laatste jaren beter onderhouden dan voorheen.	1	2	3	4	5

## Bijlage 6: Antwoordkaarten directieleden

### Kaart 1

- ☐ Hij maakt een goede analyse van de risico's van effectenportefeuille van de cliënt.
- ☐ Hij kent de persoonlijke situatie van zijn cliënt goed en neemt dit mee in zijn advies of beheer.
- ☐ Hij heeft een goed gevoel voor koopjes op de financiële markten en maakt zo meer winst dan de cliënt zelf zou maken.
- ☐ Hij is een vertrouwenspersoon die de belangen van de cliënt behartigt.

### Kaart 2

- |   |  |
|---|--|
| <input type="checkbox"/> Aanvaardbaarheid | <input type="checkbox"/> Onafhankelijkheid |
| <input type="checkbox"/> Collegialiteit   | <input type="checkbox"/> Onkreukbaarheid   |
| <input type="checkbox"/> Deskundigheid    | <input type="checkbox"/> Openheid          |
| <input type="checkbox"/> Dienstbaarheid   | <input type="checkbox"/> Profijtelijkheid  |
| <input type="checkbox"/> Doelmatigheid    | <input type="checkbox"/> Rechtmatigheid    |
| <input type="checkbox"/> Eerlijkheid      | <input type="checkbox"/> Toewijding        |
| <input type="checkbox"/> Gehoorzaamheid   |  |

### Kaart 3

1. Individuele omzet
2. Groepsomzet
3. Klanttevredenheid
4. Beleggingsresultaten voor uw cliënten
5. Aantal ingediende klachten
6. Voldoen aan de wettelijke regels rondom zorgplicht



**Kaart 4**

- ☐ Weinig provisie oplevert waar uw bonus van afhankelijk is.
- ☐ Weinig provisie oplevert voor uw werkgever.
- ☐ U veel tijd kost en die zelden of nooit uw adviezen opvolgt.
- ☐ Regelmatig buiten zijn risicoprofiel wil beleggen.

**Kaart 5**

1. Wet of regel draagt niets bij
2. Wet of regel draagt weinig bij
3. Neutraal
4. Wet of regel draagt enigszins bij
5. Wet of regel draagt zeker bij

**Kaart 6**

- 1 = Geheel oneens
- 2 = Oneens
- 3 = Neutraal
- 4 = Eens
- 5 = Geheel eens

## Bijlage 7: Respondentverklaring directieleden

### Respondentverklaring

Hierbij verklaar ik [naam directielid] dat ik naar eer en geweten de door T. Loonen van de Universiteit van Amsterdam aangewezen respondenten heb verzocht de enquête in te vullen. Voor zover ik redelijkerwijs kan beoordelen hebben de aangewezen respondenten de enquête zelfstandig ingevuld. Waarbij de aangewezen respondenten in de gelegenheid zijn gesteld deze enquête anoniem en in volstrekte vrijheid in te vullen.

Plaats .....

Datum .....

Handtekening

## Bijlage 8: Artikel 7 Algemeen Reglement: Gedragscode DSI

### 7.1 Algemene verantwoordelijkheden

- 7.1.1 De Geregistreerde handelt op basis van integriteit, deskundigheid en waardigheid in zijn omgang met het beleggend publiek, cliënten, potentiële cliënten, werkgevers, werknemers en medegeregistreerden.
- 7.1.2 De Geregistreerde zal te allen tijde op een zodanig professionele en integere wijze optreden dat hij recht doet aan de goede naam en doelstellingen van het DSI.
- 7.1.3 De Geregistreerde zal zijn kennis en deskundigheid op peil houden en verbeteren. Daar waar de Geregistreerde toezicht houdt of leiding geeft, zal hij, waar mogelijk, bevorderen dat zijn ondergeschikten handelen overeenkomstig de Gedragscode en dat zij hun kennis en deskundigheid op peil houden en verbeteren.
- 7.1.4 De Geregistreerde houdt zich op de hoogte van de wetten, voorschriften en richtlijnen die door daartoe bevoegde instanties zijn gesteld en die op zijn beroepsgroep van toepassing zijn en houdt zich daaraan.
- 7.1.5 De Geregistreerde zal geen medewerking verlenen aan handelingen of transacties die ingaan tegen of strijdig zijn met de in het eerste lid ten vierde genoemde wetten, voorschriften en richtlijnen.

### 7.2 Verantwoordelijkheden ten aanzien van het beleggend publiek en de Effecten-markten

- 7.2.1 De Geregistreerde dient door eerlijk marktgedrag bij te dragen tot het vertrouwen in het adequate functioneren van de Effectenmarkten, de doeltreffende werking daarvan en een goede bescherming van de belangen van het beleggend publiek, ook indien dit in bepaalde gevallen het afzien van bepaalde rechtstreekse financiële voordelen zou kunnen inhouden.

## Appendix

- 7.2.2 De Geregistreerde heeft de plicht het vertrouwen van de beleggers in de eerlijkheid van de Effectenmarkten in stand te houden door rechtschapen handel te drijven en zich steeds te houden aan de beroepsethiek. De Geregistreerde zal met name moeten weigeren om medewerking te verlenen aan hen, die pogen af te wijken van de beginselen van eerlijk marktgedrag en dient zich niet te lenen voor gedragingen waardoor de normale werking van de Effectenmarkten kan worden gefrustreerd of geschaad.
- 7.2.3 De Geregistreerde mag de Effectenmarkten niet manipuleren; noch door middel van één of meer transacties, noch door middel van het verspreiden of het bevorderen van geruchten of het verspreiden van niet-publieke, koersgevoelige informatie, noch anderszins.
- 7.2.4 Informatie over het behaalde beleggingsresultaat van de Geregistreerde of de Deel-nemer dient steeds juist, nauwkeurig en volledig te zijn. Bij voorkeur wordt in de wijze van informatieverschaffing aangesloten bij bestaande standaarden zoals van de Vereniging van Beleggingsanalisten (VBA-PPS 1998) en de Global Investment Performance Standards.

## 7.3 Verantwoordelijkheden ten aanzien van cliënten en potentiële cliënten

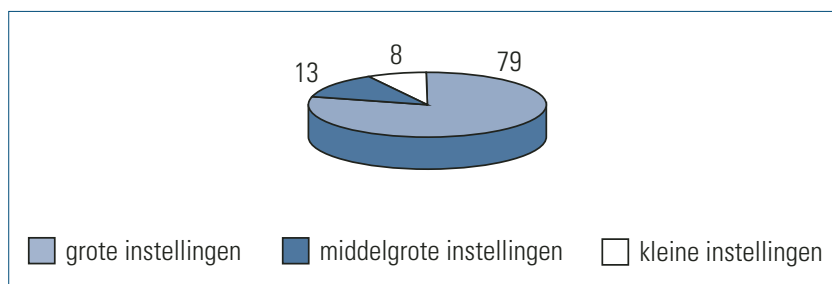
- 7.3.1 De Geregistreerde draagt er zorg voor dat hij in zijn relatie tot de cliënt diens belangen vooropstelt en de nodige zorgvuldigheid in zijn omgang met de cliënt betracht.
- 7.3.2 De Geregistreerde dient zorgvuldig onderzoek te doen naar de financiële situatie van de cliënt, alvorens beleggingsadviezen te geven of voor zijn cliënt uit hoofde van vermogensbeheer beleggingsbeslissingen te nemen. Hij houdt in zijn beleggingsadviezen en -beslissingen rekening met de beleggingservaringen en -doelstellingen van zijn cliënt.
- 7.3.3 De Geregistreerde zal in het geven van beleggingsadvies of het nemen van een beleggingsbeslissing te allen tijde op een zorgvuldige en weloverwogen wijze komen tot een professioneel oordeel.

- 7.3.4 De Geregistreerde geeft een evenwichtig en deugdelijk gemotiveerd beleggingsadvies, gebaseerd op feiten van materieel belang. De Geregistreerde zal, om mogelijke misleiding te voorkomen, steeds melding maken aan zijn cliënt van belangrijke feiten of omstandigheden die met zijn advies in conflict zijn.
- 7.3.5 De Geregistreerde zal verstrengeling van zijn eigen belangen met die van zijn cliënten voorkomen en zal, wanneer door zijn werkgever een code ter vermijding van vermenging van zakelijke en privé-belangen is opgesteld, deze steeds stipt naleven.
- 7.3.6 Informatie die een cliënt aan hem heeft medegedeeld dient de Geregistreerde zorgvuldig en vertrouwelijk te behandelen. Ingevolge wet, rechterlijk vonnis of een uitspraak van een bevoegd tuchtrechtelijk college kan de Geregistreerde hiervan afwijken, eveneens indien sprake is van een geschil tussen de Geregistreerde en de cliënt in behandeling bij een rechterlijk - of tuchtrechtelijk college.

## Bijlage 9: Nadere (demografische) informatie over de beleggingsadviseurs

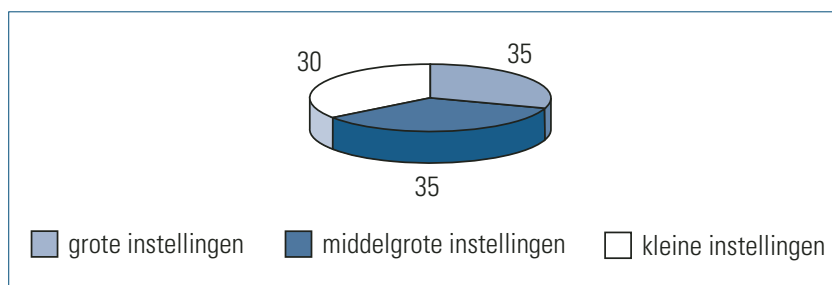
Het is niet met zekerheid te zeggen hoeveel particuliere beleggers beleggingsadvies krijgen van beleggingsadviseurs (of vermogensbeheerders) die niet geregistreerd zijn bij het Dutch Securities Institute. Gezien het aantal financiële instellingen<sup>1</sup> dat zich heeft aangesloten bij het DSI zou gedacht kunnen worden dat het aantal beleggingsadviezen dat door niet-DSI geregistreerden gegeven wordt, beperkt is.

Op basis van een eerste analyse op de database van het Dutch Securities Institute is komen vast te staan dat DSI-(senior) beleggingsadviseurs zich hoofdzakelijk bij zeven grote financiële instellingen bevinden. Bij een tweede analyse blijken DSI-(senior) vermogensbeheerders gelijkmatiger gealloceerd te zijn over de drie categorieën instellingen. Vergelijk de figuren 1 en 2.



*Figuur 1: Aantal DSI-(senior) beleggingsadviseurs per categorie instelling (in %)*

<sup>1</sup> Per 31 december 2004 waren er 364 financiële instellingen die deelnamen aan het Dutch Securities Institute.



*Figuur 2: Aantal DSI-(senior) vermogensbeheerders per categorie instelling (in %)*

In totaal zijn per 31 december 2004 1.438 beleggingsadviseurs en 1.612 senior beleggingsadviseurs bij het DSI geregistreerd. In totaal derhalve 3.050 adviseurs. Dit tegenover 463 vermogensbeheerders en 855 senior vermogensbeheerders (totaal 1.318). Het is opmerkelijk te noemen dat er bijna driemaal zoveel beleggingsadviseurs werkzaam zijn als vermogensbeheerders. Met name zijn deze geconcentreerd bij de grote financiële instellingen. Dit zou verklaard kunnen worden door het feit dat grote financiële instellingen enerzijds veel medewerkers in dienst hebben en anderzijds een DSI- registratie als eis stellen. Een ‘account manager particuliere relaties’, die doorgaans alleen in beleggingsfondsen adviseert, kan hierbij eveneens als beleggingsadviseur geregistreerd zijn,<sup>2</sup> terwijl zijn takenpakket breder is.<sup>3</sup> Zoals reeds gesteld kennen met name middelgrote en kleine financiële instellingen de dubbelfunctie. Een vermogensbeheerder adviseert ook in effecten en de beleggingsadviseur beheert ook discretionair vermogen. Door deze dubbelfunctie kan de onevenwichtige verdeling eveneens verklaard worden. Ook is het mogelijk dat een beleggingsadviseur zich heeft laten registreren als vermogensbeheerder en vice versa.

#### *De beleggingsadviseur en diens werkgever*

Een overgrote meerderheid van de beleggingsadviseurs heeft een vast dienstverband bij zijn huidige werkgever (97,1%). Daarbij geeft 75% van de beleggingsadviseurs aan dat zij een uitvoerende taak hebben en geen leidinggevende positie bekleden. Tussen de verschillende categorieën instellingen is er een significant verschil als het gaat om het aantal jaren dat een persoon werkzaam is bij zijn

<sup>2</sup> Daarbij is het per 1 oktober 2005 mogelijk voor financieel adviseurs werkzaam bij een DSI-aangesloten instelling om zich te registreren in een nieuw register.

<sup>3</sup> Uitgaande van de eis dat in beginsel 50% van de tijd aan een functie vervuld moet worden, kan slechts in twee registers tegelijk worden geregistreerd. Slechts bij hoge uitzondering en op basis van specifieke omstandigheden kan van deze regel worden afgeweken.

## Appendix

werkgever. Zo zijn de beleggingsadviseurs van de kleine en middelgrote financiële instellingen aanzienlijk korter in dienst bij hun huidige werkgever dan de beleggingsadviseurs van de grote financiële instellingen. 67,7% van de beleggingsadviseurs van kleine instellingen is korter dan vijf jaar in dienst en 37,9% van de beleggingsadviseurs van middelgrote instellingen is tussen de zes en tien jaar in dienst bij de huidige werkgever,<sup>4</sup> terwijl 48,7% van de beleggingsadviseurs van grote instellingen langer dan 16 jaar bij dezelfde werkgever werkt. Het onderlinge verschil tussen de instellingen kan op diverse wijzen worden verklaard. Zo vinden tussen kleine en middelgrote instellingen doorgaans vaker fusies en overnames plaats dan tussen grote financiële instellingen onderling. Het is dus mogelijk dat de adviseurs een vorige werkgever als gevolg van een overname of fusie als een 'nieuwe' werkgever betitelen. Ook de interne overstap binnen een groot concern (bijvoorbeeld naar een dochteronderneming) zou door de beleggingsadviseur kunnen zijn geïnterpreteerd als het aangaan van een 'nieuw' dienstverband. De interne carrièremogelijkheden zijn binnen de kleine en de middelgrote instellingen redelijkerwijs kleiner dan bij grote instellingen. Zodoende is het voor medewerkers van grote instellingen mogelijk langdurige carrières te maken. Uit het onderzoek blijkt dat 48,7% van de beleggingsadviseurs bij grote instellingen aangeven langer dan 16 jaar in dienst te zijn bij de huidige werkgever, tegenover 6,2% van de medewerkers bij de kleine en 9,1% bij de middelgrote instellingen.

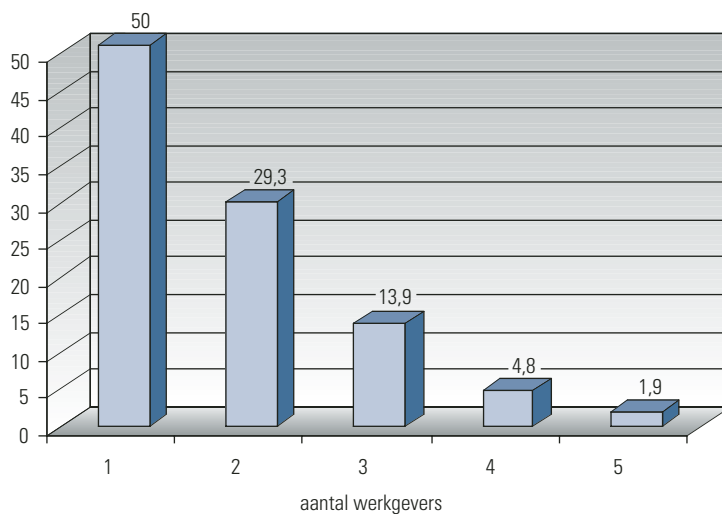
Een langdurige dienstbetrekking wil niet automatisch zeggen dat een medewerker ook dezelfde periode werkzaam is geweest als beleggingsadviseur. Alhoewel er geen significante verschillen waarneembaar zijn tussen de drie categorieën instellingen, blijkt dat de meerderheid van de beleggingsadviseurs korter dan elf jaar werkzaam zijn als beleggingsadviseur. Zo is 27,8% van de adviseurs korter dan zes en 30,1% tussen de zes en tien jaar werkzaam als beleggingsadviseur. De eerder genoemde verklaring voor de relatief korte dienstverbanden bij kleine instellingen als mogelijk gevolg van de beperkte carrièremogelijkheden, lijkt te passen in het beeld dat medewerkers die momenteel bij een kleine instelling werken, een relatief lange carrière als beleggingsadviseur hebben. 41,5% van de beleggingsadviseurs werkzaam bij een kleine instelling, is langer dan zestien jaar werkzaam als beleggingsadviseur. Er kan worden gesteld dat beleggingsadviseurs die werkzaam zijn bij kleine instellingen, wat vaker lijken te muteren van werk-

<sup>4</sup> Uit een onderzoek van Morningstar uit 2004 onder Europese aanbieders van beleggingsfondsen blijkt dat 39% van de fondsbeheerders twee tot vier jaar werkzaam is als beheerder van een bepaald beleggingsfonds. Gemiddeld 15% van de fondsbeheerders werkt langer dan zes jaar bij één beleggingsfonds (European Fund Trends, Morningstar, september 2004).



## Bijlage 9 Nadere (demografische) informatie over de beleggingsadviseur

gever dan de beleggingsadviseurs werkzaam bij grote instellingen. Daarentegen lijken medewerkers van de grote financiële instellingen vaak langdurige dienstverbanden aan te gaan, maar dan lang niet altijd binnen dezelfde functie. Overigens is het zo dat bij een ruime meerderheid (87,5%) van de betrokken financiële instellingen het voor de beleggingsadviseur mogelijk is om te groeien in salaris zonder dat er een functiewijziging hoeft plaats te vinden. Dit noemt men ook wel 'carrière op de stoel'. Ondanks de onderlinge verschillen die geconstateerd zijn in de duur van de dienstverbanden, blijkt de beleggingsadviseur gemiddeld niet bijzonder veel verschillende werkgevers gehad te hebben.



*Figuur 3: 'Hoeveel verschillende werkgevers heeft u gehad?' (volgens de beleggingsadviseurs, in %)*

De deelnemende beleggingsadviseurs zijn voornamelijk mannen (90,2%). De meerderheid van de respondenten is tussen 35 en 54 jaar oud (64,6%). Ruim 90% is gehuwd of samenwonend.

## Dankwoord

Op deze plaats wil ik mijn promotoren, Wessel Ganzevoort en Edgar du Perron, bedanken. Wessel leerde ik kennen tijdens een bijeenkomst in de Schreierstoren in Amsterdam. Vanaf het eerste moment was hij enthousiast over mijn onderzoeksplan en was sindsdien de pater familias die het promotieproces stuurde. De man die mij steunde op momenten met grote onzekerheden met de woorden: "Geniet van die pijn, het gaat over." En hij heeft gelijk gekregen, zoals op vele punten. Een man die soms hard, maar vooral rechtvaardig en vol vertrouwen is. Wessel, dank hiervoor, het was een onvergetelijke ervaring.

Inhoudelijke steun vond ik bij Edgar. Een vriendelijke man met een doortastende persoonlijkheid. Alvorens ik hem benaderde, zond ik hem enkele stukken toe. We hadden op neutraal terrein afgesproken: café De Jaren in Amsterdam. Ik had twee scenario's in mijn hoofd: hij wijst het resoluut af, of hij is positief en ik pols hem voor een promotorschap. Zoals u begrijpt kwam het tweede scenario uit. Edgar heb ik leren kennen als een kundig jurist en een kritisch denker die oog heeft voor de praktijk. Dat bleek tijdens onze gesprekken, maar ook gedurende de presentaties die we samen hielden voor effecteninstellingen, advocatenkantoren en beroepsverenigingen. Edgar, bedankt voor je steun en vertrouwen.

Dit proefschrift is niet volledig zonder het uitspreken van een dankwoord naar diegenen die op verschillende wijzen hun bijdrage hebben geleverd aan dit onderzoek. Zo wil ik in de eerste plaats de deelnemers aan het onderzoek noemen. Zonder hun enthousiaste deelname had dit onderzoek nooit afgerond kunnen worden. Voorts wil ik bedanken: Rijnhard de Beaufort, Benjamin Bijl, Mechteld de Co-Wijgerinck, Natasja Engel, Piet Geljon, Sipke Gelling, Mike Jenkins, Carina Jenkins-Loonen, Ada Kromhout, Patricia Verhees, Heleen Meijer-van Veenendaal, Paul Oosterveld, Harry Panjer, Adam Pasaribu, Simone Peek, Anouk Peters, Karim Ras, George Raven en Jeroen Snijders voor hun bijdragen aan dit proefschrift.

Ik mag zeker niet vergeten de sponsors van dit onderzoek te noemen. Mede dankzij hen is dit onderzoek mogelijk gemaakt. Allereerst wil ik hoofdsponsor Ernst & Young Financial Services, en in het bijzonder Hans Moison, bedanken voor hun ondersteuning. Voorts dank aan de stichting De Korintheïers, de stichting Organisatie van Effectenhandelaren te Rotterdam, het Dutch Securities Institute (DSI), de Nederlandse Vereniging van Banken (NVB), de stichting Vereniging van de Effectenhandel, Millward Brown, de Vereniging van Vermogensbeheerders en HollandVanGijzen Advocaten en Notarissen. Ook gaat mijn dank uit naar de directie van Bank Insinger de Beaufort N.V. voor de werktijd die ik mocht gebruiken voor dit onderzoek.

Tot slot een bijzonder dankwoord aan mijn familieleden. Allereerst mijn vader en moeder. Hun tomeloze liefde voor elkaar, ook in moeilijke tijden, is voor mij inspirerend, hartverwarmend en een groot voorbeeld. Dan een paar woorden gericht aan mijn Deense schoonouders: *Tusind tak for jeres tålmodighed og forståelse for at jeres svigersøn tit og ofte sad ved spisebordet med sin computer og skulle arbejde.* En natuurlijk een woord aan mijn grootste steun: mijn vrouw Helle en zoon Maurits. Bedankt voor jullie zorg, steun en vertrouwen. Gaan jullie mee?

## Curriculum vitae

Tom Loonen behaalde in 1997 de graad Master of Science aan de faculteit Business Studies van de Universiteit van Lincolnshire (VK). Daarna behaalde hij in 1999 de graad Master of Business Administration aan de Universiteit van Sunderland (VK). Hij is sinds 2002 parttime als gastonderzoeker verbonden aan de afdeling Business Studies van de faculteit der Economische Wetenschappen & Econometrie van de Universiteit van Amsterdam.

Van 1992 tot 2001 was hij respectievelijk adviseur, kantoordirecteur en districts-directeur Personal Banking bij bedrijfssonderdelen van Fortis N.V. Sinds 2002 is hij werkzaam bij Bank Insinger de Beaufort N.V. als senior bankier. Daarnaast houdt hij zich bezig met strategische vraagstukken binnen de afdeling Private Banking. Hij is lid van de Tucht- en Geschillencommissie van het Dutch Securities Institute (DSI). Tevens is hij lid van de werkgroep beleggen van het Adviescollege Financiële Dienstverlening voor de Wet financiële dienstverlening (Wfd).

Naast zijn dagelijkse werk doceert hij de vakken zorgplicht en ethiek aan het Nederlands Instituut voor het Bank, Verzekerings- en Effectenbedrijf (NIBE-SVV) en aan de Vrije Universiteit (VU) voor de opleiding Register Beleggingsanalist (RBA).

